



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS

ALBA BRUNA BARBOSA BOAVENTURA

**A FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO E
SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA A PERIFERIA DO MUNDO**

São Cristóvão - SE

2017

ALBA BRUNA BARBOSA BOAVENTURA

**A FINANCEIRIZAÇÃO DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO E
SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA A PERIFERIA DO MUNDO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Universidade Federal de Sergipe como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Me. Corival Alves do Carmo

São Cristóvão - SE

2017

TERMO DE APROVAÇÃO

ALBA BRUNA BARBOSA BOAVENTURA

**A FINANCEIRIZAÇÃO DA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA E SUAS
CONSEQUÊNCIAS PARA A PERIFERIA DO MUNDO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Departamento de Relações Internacionais da
Universidade Federal de Sergipe como requisito parcial
para a obtenção do título de Bacharel em Relações
Internacionais.

Banca Examinadora:

Prof. Me Corival Alves do Carmo – Orientador

Prof. Dr. Edson Tomaz de Aquino

Prof. Dr. Lucas Miranda Pinheiro

São Cristóvão, 26 de abril de 2017.

A Marley Sujismundo, por todas as lambidas de amor!

Agradecimentos

Em primeiro lugar, quero agradecer a dois professores que foram essenciais para o meu ingresso na universidade: Ferro e Vera Lúcia. À professora Vera Lúcia, sou grata pela prontidão em tirar todas as minhas dúvidas de português e literatura, além de corrigir minuciosamente cada uma das minhas redações. Ao professor Ferro, faltam-me palavras. Não é todo professor que disponibiliza os seus sábados pela manhã para ajudar a sua aluna de escola pública em química, sem nenhum pagamento. Sem vocês, com certeza eu não teria tido incentivo para continuar me dedicando aos estudos.

Quero agradecer ao meu pai, que sempre exigiu o melhor de mim e excelentes notas na escola, e à minha mãe, por sempre me incentivar do seu jeitinho torto. Mãe, a Sra é uma lutadora e eu agradeço muitíssimo por todo apoio financeiro para que eu continuasse na faculdade e ainda conseguisse aprender outros idiomas. À minha querida e adorada irmã, agradeço o abrigo em tempos difíceis e por acreditar sempre em mim e no meu potencial, mesmo quando nem eu mesma acreditava. Ao seu marido Givaldo, a quem eu carinhosamente chamo de tio, agradeço imensamente o apoio e o suporte familiar. Eu sou eternamente grata pelo que você fez por mim e por minha irmã.

Quero fazer também um agradecimento especial a Elisa e a Rafael. Elisa, este TCC e vários trabalhos feitos ao longo desses quatros anos de graduação só foram possíveis pelo silêncio e pela paz que eu sempre encontrei na sua casa. Seu jeito contente e sua leveza também contribuíram muito para a minha saúde mental, então também lhe serei eternamente grata. A Rafael, agradeço o carinho, a atenção, o amor, o respeito e a paciência em todos os momentos. Obrigada por tentar me acalmar durante os meus surtos e por todos os trabalhos que você leu apenas a título de revisão ortográfica. Você me ajudou a ser uma pessoa melhor nesses quatro anos tanto intelectualmente como psicologicamente e, por isso, também sempre guardarei nossas lembranças com muito carinho.

Aos meus professores, agradeço por todas as minhas dúvidas, mesmo as mais bobas, terem sido esclarecidas. Tenho certeza que usufruí de uma excelente formação, que será de grande importância nos próximos passos da minha vida acadêmica. Obviamente, preciso fazer um agradecimento mais que especial ao professor Corival pela paciência e pelo incentivo durante o período em que estive sob sua orientação e mesmo antes, quando eu ia até a sua sala somente para tirar dúvidas aleatórias sobre as disciplinas. Professor, obrigada por ser esse buda enquanto eu tinha minhas crises de ansiedade e por ter me ensinado tanto. Obrigada também

pelas gargalhadas e por nunca reclamar dos meus e-mails com assuntos inusitados. Saiba que eu ainda pretendo encher muito o saco do Sr. daqui para frente.

Aos meus companheiros de faculdade, agradeço cada conversa inspiradora e cada debate sobre Relações Internacionais e afins. Claro, preciso agradecer também por me trazerem à realidade quando minhas conversas solitárias foram insuficientes. Infelizmente, a vida de um ansioso perpassa por contínuos fins do mundo. Pois é, nunca foram realmente fins do mundo! Obrigada por me ajudarem a ver isso. Aos meus amigos mais íntimos, quero dizer uma coisa: muito obrigada pela paciência quando eu esquecia o meu celular desligado por dias e por me perdoarem quando eu nunca podia sair de casa, já que eu sempre tinha alguma coisa para estudar.

A Monise e seu jeitinho complacente, agradeço pela ajuda em lidar com todas as minhas questões e todo apoio em todos os momentos que eu precisei/preciso. A André, mais do que qualquer coisa, obrigada por me tirar de casa. Sem você, eu provavelmente não sairia para conversar com gente nem sequer uma única vez no ano! Assim, obrigada pelas conversas sobre temas *cults* e sobre todo e qualquer assunto. A Cliceane, obrigada por me escutar nesses doze anos. Lamento, mas provavelmente você terá que ouvir todas as minhas besteiras e crises existenciais enquanto eu viver. Faz parte, amiga.

As várias outras pessoas não citadas anteriormente: não fiquem tristes, é só que eu estou tentando (e falhando em) limitar esse TCC a 100 páginas. Saibam que cada uma das pessoas que foram importantes na minha vida não serão esquecidas. Eu sou o resultado do convívio com cada uma delas e, só por isso, vocês já fazem parte de mim. Espero continuar compartilhando alegrias, tristezas, saídas e besteiras com todos, os citados e os não citados. Obrigado por fazerem parte da minha vida e por acreditarem em mim. Peço, por favor, que continuem acreditando, porque ainda tem muito mais!

“Se os governos, depois de 1990, ‘venderam a alma ao diabo’, ou seja, ao sistema financeiro, precisamos romper esse acordo” (CANO, 2012, p. 19).

RESUMO

Este trabalho objetiva analisar as causas e as consequências da financeirização do capitalismo contemporâneo para as relações entre o centro e a periferia do mundo. Defende-se que o atual estágio do capitalismo financeirizado modificou a divisão internacional do trabalho e a lógica de investimento das grandes corporações, dado que seus fluxos de capitais também levam em consideração as oportunidades de lucratividade oferecidas pelo setor financeiro. Devido à inconvertibilidade de suas moedas, à pouca atratividade dos seus mercados financeiros e à alta volatilidade de suas taxas de juros e de câmbio, a periferia do sistema internacional recebe mais circuitos de capitais especulativos do que produtivos, fator que tanto restringe o raio de manobra de suas autoridades monetárias como gera desindustrialização precoce e a consequente reprimarização de suas economias. Entretanto, essa dinâmica pode ser alterada, a depender da relação que é estabelecida com o capital financeiro, como será exemplificado com os casos da China e do Brasil.

Palavras-chave: Financeirização; periferia; autonomia; divisão internacional do trabalho; abertura financeira.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the causes and consequences of the financialization of the contemporary capitalism regarding the relations between the world's center and periphery. It is defended that the current financialization stage of the capitalism has changed the international division of labor and the global traders' investment preference, given that their capital flows also consider the chances for profit provided by the financial sector. Due to the inconvertibility of their currencies, the low attractiveness of their financial markets and the high volatility of their interest and exchange rates, the international system's periphery receives more speculative capital flows than productive capital flows, fact that both restricts the autonomy of their monetary authorities and causes premature deindustrialization and the consequent reprimarization of their economies. However, this dynamic may be altered, depending on the relation established with the financial capital, as it will be demonstrated with the Chinese and Brazilian cases.

Keywords: Financialization; periphery; autonomy; international division of labor; financial opening.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. A financeirização da economia: controvérsias teóricas, críticas e limites	8
1.1 Os ciclos de acumulação de Giovanni Arrighi	9
1.2 A expansão contínua do universo de José Luís Fiori	16
1.3 O novo padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo de José Carlos Braga	21
2. A nova divisão internacional do trabalho e suas consequências para as escolhas de política econômica	29
2.1 A constituição da hierarquia econômica no padrão dólar flexível	30
2.2 As relações entre centro/semiperiferia/periferia diante dos ciclos das finanças	40
2.3 A financeirização e a concorrência interestatal	45
3. Análise da financeirização na semiperiferia/periferia mundial: os casos da China e do Brasil	54
3.1 A grande muralha chinesa	59
3.2 A abertura brasileira	69
4. Conclusão	81
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	83

INTRODUÇÃO

Os capitais comerciais, industriais e financeiros se relacionam na economia desde o início da trajetória do capitalismo. De modo geral, a dinâmica entre eles é complementar e não concorrente, visto que juntos eles asseguram a diversidade nos portfólios dos agentes econômicos e, por conseguinte, ampliam a possibilidade de maximização do lucro, objetivo central de todo capitalista. No entanto, à medida que as amarras do capitalismo foram ruindo, o espaço de circulação desses capitais foi modificado. Da mesma maneira que esse modo de produção evoluiu para a lógica industrialista a partir da Revolução Industrial do século XVIII, ele parece ter evoluído para a lógica financeira a partir da reviravolta neoliberal no fim do século XX.

Não se presume necessariamente que essa transformação tenha sido feita de forma consciente. Na década de 1970, em meio à Guerra Fria, a manutenção do sistema de paridade entre o dólar e o ouro era insustentável. Com o fracasso da lógica keynesiana do Estado benfeitor, ou se retornava à lógica smithiana da mão invisível do mercado e de sua capacidade de autocorreção ou se inventava outro modelo, uma vez que o comunismo nem sequer era considerado. Como a viabilidade da lógica de Adam Smith já era conhecida, os países do sistema internacional apostaram na liberalização dos mercados como uma saída viável do marasmo econômico. Iniciou-se, assim, uma desregulamentação de cunho neoliberal, a começar com o colapso dos Acordos de Bretton Woods em 1973.

Essa nova roupagem do *laissez-faire* do final do século XIX e início do século XX incluía modificações cruciais: rompia com a estrutura reguladora da moeda ao estimular novas formas de moedas privadas, com o papel tradicional de intermediador financeiro do sistema bancário e com o controle dos fluxos de capitais, fatores que tinham preservado a estabilidade do padrão ouro-dólar. Além disso, a conjuntura econômica se orientaria e se organizaria totalmente de acordo com o Estado hegemônico, suas taxas de juros e de câmbio, e sua moeda, uma guinada completamente diferente de tudo que se observou historicamente até então. As relações entre a economia e a política, portanto, estavam sendo revisadas.

Tais diferenciações do contexto internacional provocaram alterações no *modus operandi* da configuração econômica sistêmica. Ao romper com o capitalismo domesticado, as taxas de juros e de câmbio se tornaram extremamente voláteis. Para se protegerem dessa volatilidade, os agentes econômicos buscaram securitizar o crédito através dos mecanismos de transferências

de riscos, tais como os derivativos¹, os acordos de *swap*² e *hedge*³. Já que os bancos passaram a disputar com outras fontes de crédito, a preferência por títulos como forma de captação e financiamento se ampliou e eles se juntaram à tendência da securitização⁴ (AGLIETTA, 2004). Dada essa participação bancária nos mercados de títulos, o capital fictício se proliferou e a especulação com ativos financeiros se converteu na principal fonte de lucro desses agentes.

Com a crise da dívida dos países latino-americanos na década de 1980 e o colapso do socialismo na Europa Oriental, essa nova doutrina chegou à América Latina, à Europa Oriental e à Ásia, tornando os mercados de capitais efetivamente globais (AGLIETTA, 2004). Conforme apontado por Aglietta (2004, p. 215),

o resto da história é bem conhecido. A liberalização das finanças em países com estruturas financeiras fracas e em mercados internacionais manipulados pela especulação preocupada com seus próprios interesses causou perturbações que deflagraram crises de dimensões nunca vistas desde a Grande Depressão.

A chamada financeirização da economia, isto é, o predomínio das operações financeiras sobre as produtivas, foi desencadeada por essa desregulamentação neoliberal, pela globalização e pelas inovações financeiras. Segundo Guttman (1998), a atração exercida pelos ativos financeiros está na capacidade que eles têm de prosperar relativamente isolados do resto da economia, de modo a garantir lucros altos e no curto prazo. Em razão dessa dinâmica, os investimentos produtivos de longo prazo que visam o crescimento econômico têm sido desestimulados, salvo se eles estiverem dentro do ciclo das finanças. Isso tem comprometido o crescimento e a expansão da economia global, cuja lógica vem se resumindo a papéis que se mantêm valorizados com a especulação dos agentes, mas que estão minimamente atrelados a alguma lógica que gere valor real.

¹ Derivativos são contratos que derivam de outros valores, tais como ativos físicos ou financeiros, taxas de referência ou índices. Eles são negociados a partir de acordos pré-estabelecidos entre os agentes e têm como principal função protegê-los das oscilações nos preços. Por exemplo, empresas exportadoras no Brasil, cujas receitas são em reais mas as despesas são em dólares, podem realizar contratos de vendas de dólares no mercado futuro a uma determinada taxa para facilitar o seu planejamento. Elas se utilizam desse mecanismo porque as variações na taxa de câmbio tornam os valores das receitas incertos e, por meio de derivativos, é possível se proteger das flutuações no câmbio.

² *Swap* é um contrato de troca do índice de reajuste em que o ativo está indexado. Ou seja, uma empresa pode contrair uma dívida que é indexada à taxa de juros da Selic e, através de um contrato de *swap*, essa dívida pode ser corrigida e se tornar atrelada à taxa de câmbio, ao índice de inflação, aos índices da bolsa, etc.

³ *Hedge* também é uma operação de cobertura de riscos e consiste, “essencialmente, em assumir, para um tempo futuro, a posição oposta à que se tem no mercado à vista” (FARHI, 1999, p. 94). Segundo Farhi (1999), um produtor agrícola, por exemplo, pode fazer uma operação de venda nos mercados de derivativos (*hedge* de venda) para se proteger de uma queda nos preços das *commodities*. Por outro lado, um transformador de *commodities* pode comprar nos mercados de derivativos para se proteger da alta nos preços (*hedge* de compra).

⁴ Securitizar é transformar ativos ou dívidas em títulos que são comercializados nos mercados financeiros. Dessa forma, os agentes compartilham o risco individual caso haja inadimplência.

Joseph Stiglitz, vencedor do prêmio Nobel de Economia em 2001, alertava em 2010 que o “capitalismo sem controle é perigoso”⁵ e sobre a necessidade da regulamentação bancária. Após a crise de 2008, estimava-se que os países fiscalizassem mais eficazmente suas instituições financeiras, a fim de que os riscos dos mercados financeiros e seus efeitos de contágio nos capitais creditício, produtivo e comercial fossem atenuados. Entretanto, os acordos de Basileia III⁶ não parecem ter sido suficientes para que os bancos se concentrassem em atividades de menores riscos. Albert Edwards, do Banco Société Générale, destaca que os Bancos Centrais não compreenderam o que deu errado na crise do *subprime* e mantêm a mesma postura, repetindo os mesmos erros⁷. Em função dessa ação bancária, a instabilidade dos mercados financeiros segue se ampliando e, com a desaceleração das economias emergentes e a esperada queda dos preços do barril de petróleo, as prospecções dessa década em termos de crescimento econômico não são promissoras. Para Stiglitz, na melhor das hipóteses, o que se espera são anos de letargia econômica⁸.

Por essa razão, discute-se, em grande medida, a tendência à estagnação secular. De acordo com a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD (2016), o elo entre lucro e investimento produtivo enfraqueceu, enquanto as atividades em torno da esfera financeira seguem em expansão contínua. A consequência disso para toda a economia é o agravamento dos profundos problemas na distribuição de renda, com oito pessoas concentrando a mesma riqueza equivalente à da metade mais pobre da humanidade, como demonstrado no relatório *Uma economia a serviço dos 99%*, da ONG inglesa Oxfam⁹. Ao contrário do que se poderia pressupor, essa superconcentração da renda aumentou com a crise de 2008, devido às melhoras no mercado financeiro, afinal é apenas a riqueza dos mais ricos

⁵ Joseph Stiglitz: “O capitalismo sem controle é perigoso”. Revista Época, 19/12/2010, às 09:50. Disponível em: < <http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EMI196776-15259,00.html>>. Acesso em: 20/02/2017.

⁶ Os Acordos de Basileia (I, II e III) são recomendações realizados pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision*) para aperfeiçoar a prática bancária internacional, de modo a evitar crises financeiras. O objetivo específico de Basileia III era reforçar a regulamentação dos bancos após a crise de 2008, a fim de que os choques dos sistemas financeiros não fossem transferidos para a economia real.

⁷ A crise dentro da crise. Carta Capital, 31/01/2016, às 00:18. Disponível em: < <http://www.cartacapital.com.br/revista/885/a-crise-dentro-da-crise>>. Acesso em: 20/02/2017.

⁸ A crise dentro da crise. Carta Capital, 31/01/2016, às 00:18. Disponível em: < <http://www.cartacapital.com.br/revista/885/a-crise-dentro-da-crise>>. Acesso em: 20/02/2017

⁹ Oito homens possuem a mesma riqueza que a metade mais pobre da humanidade. El país, 16/01/2017, às 22:30. Disponível em: < http://brasil.elpais.com/brasil/2017/01/13/economia/1484311487_191821.html>. Acesso em: 20/02/2017.

que se valoriza através das subidas dos preços acionários das empresas e de outros ativos financeiros, não a riqueza da maioria da população mundial¹⁰.

Contudo, o enfraquecimento no nexos lucro-investimento tem impactos distintos entre os Estados do núcleo orgânico ou centro, “o *locus* da acumulação e do poder mundial”, e os Estados periféricos, “o *locus* da exploração e da impotência” (ARRIGHI, 1997, p. 140). Para Arrighi (1997), em síntese, os países do centro são aqueles que ocupam uma posição privilegiada na hierarquia da riqueza e por isso se apropriam de maiores benefícios da divisão mundial do trabalho; os semiperiféricos são aqueles que se apropriam dos benefícios excedidos a longo prazo da participação nessa divisão, mas são incapazes de manter o padrão de riqueza do núcleo orgânico; e os periféricos são aqueles que apenas cobrem os custos a longo prazo dessa divisão. Os Estados do centro estão aptos a realizar atividades industriais típicas do núcleo orgânico pela sua capacidade – e, conseqüentemente, a incapacidade dos periféricos – de controlar o acesso às cadeias de mercadorias que oferecerem lucros superiores, proporcionar tanto infraestrutura como os serviços que são exigidos para as atividades produtivas e fornecer também um ambiente político que é propício à acumulação capitalista.

Então, os países do núcleo orgânico estabelecem uma relação simbiótica com o capital do centro por promover recompensas maiores para a sua proliferação no seu território. Essa relação resulta do seu poder político, ou seja, de sua habilidade de comandar os outros Estados e os seus cidadãos consoante os seus interesses, bem como da sua trajetória histórica, pois, caso um país já tenha criado um vínculo com o capital do centro, provavelmente existirá em sua jurisdição uma combinação de atividades usuais do núcleo orgânico. Todavia, é importante ressaltar que “o poder que cada aparato de Estado tem de dar forma às relações núcleo orgânico-periferia é sempre limitado pelo poder que outros Estados têm de fazer o mesmo e, sobretudo, pelas pressões competitivas geradas continuamente pelas inovações econômicas” (ARRIGHI, 1997, p. 153). Sob essa perspectiva, a atual capacidade dos países periféricos e semiperiféricos de incorporar as atividades do centro é limitada por essa dinâmica estrutural e pela conjuntura do capitalismo contemporâneo, que estimula mais ganhos mediante mecanismos de curto prazo (finanças) do que mecanismos de longo prazo (produtividade).

Mas o que explica essa proeminência do capital financeiro na economia internacional em curso, que aprofunda as tensões sociopolíticas e transforma as relações entre os agentes

¹⁰ 1% da população mundial concentra metade de toda a riqueza do planeta. El país, 17/10/2015, às 23:21. Disponível em: < http://brasil.elpais.com/brasil/2015/10/13/economia/1444760736_267255.html>. Acesso em: 20/02/2017.

econômicos? O presente trabalho se propõe a discutir a financeirização e suas alterações nas relações centro-semiperiferia-periferia tanto sob o ponto de vista monetário e financeiro internacional como sob o ponto de vista político. Esse debate se justifica em virtude das modificações pelas quais o capitalismo contemporâneo tem passado atualmente e seus impactos deletérios para o raio de manobra dos Estados, particularmente daqueles que não têm poder decisório sobre os arranjos sistêmicos – os periféricos e os semiperiféricos. Já que não se presume no horizonte outro marco regulatório aos moldes do padrão-ouro clássico ou do padrão-ouro dólar, a financeirização se torna o padrão de riqueza da atualidade e engendra uma nova configuração dos mercados que influencia todos os agentes econômicos. Neste sentido, as opções de desenvolvimento dos países semiperiféricos/periféricos perpassam não apenas pela vulnerabilidade da dinâmica interna, mas também pelo fator conjuntural do capitalismo financeirizado, que restringe diretamente as inserções desses países dentro do sistema internacional.

A hipótese adotada é a de que a financeirização modificou a divisão internacional do trabalho, com os fluxos de capitais das grandes corporações também fazendo parte dos ciclos das finanças. A cadeia produtiva das transnacionais até migrou para a semiperiferia com essa nova divisão, mas a ciência e tecnologia (C&T) e o capital financeiro – lucros, direitos de patente, etc – continuam restritos aos países centrais, que detêm mercados mais vantajosos para as valorizações financeiras. A rentabilidade dos investimentos das grandes corporações também tem sido definida a partir das contradições e das oportunidades da esfera financeira, característica que tem ocasionado desindustrialização precoce nos Estados semiperiféricos e periféricos. Assim, a periferia mundial¹¹ é mais alvo de fluxos especulativos do que produtivos/industriais, responsáveis por desestabilizar os seus balanços e comprometer o gerenciamento de sua política econômica.

Para defender esta hipótese, o trabalho está organizado da forma que se segue. A princípio, no capítulo 1, contrapõem-se três teorias divergentes: a teoria de Giovanni Arrighi, defensor da recorrência cíclica da história e de como expansões financeiras sempre sinalizaram transições hegemônicas no sistema capitalista; a teoria de José Luís Fiori, com uma interpretação da financeirização como resultado dos anseios imperiais dos Estados Unidos, que teriam modificado voluntariamente a configuração capitalista para certificar o prosseguimento de sua hegemonia; e a teoria de José Carlos Braga, autor que aposta numa mudança estrutural

¹¹ Como diante da financeirização não há distinção entre um país periférico e semiperiférico, neste trabalho será utilizado apenas o termo periferia para se referir aos dois.

do capitalismo contemporâneo e do seu padrão de riqueza, com a ênfase sendo concedida à seara financeira. Dentre as três abordagens teóricas explicitadas, admite-se que a hipótese de José Carlos Braga, a despeito de algumas discordâncias que serão detalhadas, traduz a realidade vivenciada no capitalismo atual, haja vista que as finanças se transformaram no principal método adotado pelos agentes para ampliarem a sua riqueza.

Em seguida, no capítulo 2, analisam-se as principais modificações dessa nova conjuntura do capitalismo para o gerenciamento da política econômica nos países centrais e nos países semiperiféricos e periféricos, dando especial enfoque às razões para as quais os Estados ocupam determinadas posições dentro da hierarquia de riqueza. Na primeira subseção, são discutidos os fatores que hierarquizam os países no padrão dólar flexível – a conversibilidade monetária, a atratividade dos mercados financeiros e a interdependência entre as taxas de câmbio e de juros – e seus respectivos impactos na escolha de política econômica. Na segunda subseção, o processo de valorização dos ativos é esclarecido e se argumenta sobre como ele transformou a precificação dos bens, de modo a ressignificar a divisão internacional do trabalho. Por fim, na terceira subseção é demonstrada a incoerência da globalização financeira e como as relações entre Estados e empresas foram revistas por conta do capitalismo financeirizado.

No capítulo 3, evidencia-se a desindustrialização de países selecionados centrais e semiperiféricos/periféricos através de dados sobre a indústria de transformação, além de destacar como os rumos do desenvolvimento econômico da China e do Brasil foram discrepantes devido às decisões sobre o tipo de relação estabelecida com o capital financeiro. Por um lado, no caso chinês, o país optou pela repressão financeira e desenvolveu uma capacidade de financiamento interna extremamente funcional ao crescimento econômico. Além disso, o governo central da China atuou diretamente para proteger as suas empresas e implementou uma série de regulamentações à entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED), ações que foram cruciais para a evolução da atividade industrial no país. Por outro lado, no caso brasileiro, a abertura financeira foi preferível e deixou o país suscetível aos ciclos externos não somente via conta de capital, mas também pelo caráter pró-cíclico dos bancos que operam no país. A maioria do setor bancário no Brasil atua visando o lucro, elemento que dificulta a articulação do segmento bancário para o financiamento de longo prazo que contemple o crescimento econômico.

Finalmente, conclui-se frisando como a financeirização da economia afetou os fluxos de capitais que são mobilizados para a periferia e como é a classe trabalhadora que sofre com

os custos sociais desse processo, seja nos países centrais, seja nos países semiperiféricos/periféricos. Os desdobramentos políticos dessa nova conjuntura econômica se tornaram visíveis após a crise de 2008, com o conservadorismo se reacendendo em diversos países do sistema internacional, juntamente com os discursos nacionalistas. Ademais, conclui-se também que os impactos do capitalismo financeiro nos Estados são distintos, a depender de como o país se comporta em relação ao fenômeno. Recusas ao processo de abertura financeira, como foi o caso chinês, demadam um alto custo político que países como o Brasil, por exemplo, não estão dispostos a arcar.

1. A financeirização da economia: controvérsias teóricas, críticas e limites

A partir dos anos 1980, surgiu uma série de discussões sobre o impacto das finanças na economia, a saber: os regulacionistas franceses através do capitalismo liderado pelas finanças (GUTTMANN, 2016) e do capitalismo patrimonial (AGLIETTA, 1998); o regime de acumulação dominado pelas finanças (STOCKHAMMER, 2007); a mundialização financeira (CHESNAIS, 1998); a globalização econômica (GILPIN, 2000; 2001); o novo padrão de riqueza (BRAGA, 1996; 2015), etc.

O que a maioria dessas visões têm em comum é que interpretam a década de 1970 como um momento de ruptura na economia política internacional, cuja mudança possibilitou ao capital financeiro o papel dominante. Seja porque as grandes potências queriam manipular a circulação do capital internacional para seu próprio proveito (CHESNAIS, 2005), seja porque os Estados Unidos queriam assegurar sua posição privilegiada na conjuntura econômica internacional por meio das finanças (FIORI, 2007; 2008), o fato é que as

principais inovações financeiras, notavelmente os derivativos (e.g. contratos futuros, opções) e produtos de securitização (e.g. títulos lastreados em hipotecas, obrigações colateralizadas por dívidas), nos levaram a empregar dez, doze, talvez quinze dólares em transações puramente financeiras para cada dólar do comércio e da produção por trás das mesmas. Essa multiplicação de registros acomoda uma ampliação igualmente impressionante da comunidade de investidores, conseqüência da acumulação de riqueza por parte de mais agentes e testemunho adicional da atração irresistível que as fontes de receita financeira exercem por serem de obtenção mais fácil que os lucros industriais, alugueis, ou quaisquer outros rendimentos provenientes da propriedade do capital. A propagação de investidores e mercados financeiros é um acontecimento global. Em relação às instalações e equipamentos usados como meios de produção ou ao trabalho, é muito mais fácil movimentar dinheiro internacionalmente. Assim, o capital financeiro é inerentemente a forma mais móvel de capital, especialmente quando grande parte da transferência de fundos e das atividades de negociação de títulos for movimentada on-line, no ciberespaço. A organização cada vez mais transnacional das instituições e mercados financeiros é a ponta de lança do processo de globalização mais amplo que já remodelou fundamentalmente nosso sistema econômico (GUTTMANN; PLIHON, 2008, p. 582).

Dada essas alterações na estrutura do capitalismo, convém definir precisamente as razões para a financeirização da economia. Para essa análise, elencou-se um debate entre as seguintes hipóteses concorrentes: a de Giovanni Arrighi (1996; 2001), porque assume que a estrutura determina as ações dos Estados pela invariância dos mecanismos da dinâmica capitalista de acumulação comprovada ao longo da história; a de Fiori (2007), por ter uma análise inversa, ao supor que os Estados determinam a estrutura, pois escolhem como se inserir num mundo liderado pela hegemonia estadunidense com ambições imperiais; e a de Braga (1996; 2015), por apreender tanto o capital como o sujeito da lógica capitalista quanto a financeirização como um fenômeno não episódico, mas estrutural do capitalismo

contemporâneo. O objetivo deste capítulo é detalhar cada uma dessas teorias e salientar os seus pontos cegos a partir de uma ótica crítica, a fim de definir precisamente as causas da financeirização.

1.1 Os ciclos de acumulação de Giovanni Arrighi

Na teoria de Giovanni Arrighi (1996; 2001; 2008), a hegemonia mundial é uma transposição do conceito gramsciano de hegemonia social intraestatal para as relações interestatais, sendo uma vinculação da liderança – no reconhecimento dos Estados de que o hegemônico age em prol do interesse geral – com a dominação, que ocorre mediante o uso da força. Por esta razão, as hegemonias mundiais “só podem emergir quando a busca do poder pelos Estados inter-relacionados não é o único objetivo da ação estatal” (ARRIGHI, 1996, p. 29), mas o objetivo de todo o sistema, porque o aumento do seu poderio é conveniente para todos os Estados.

Dessa maneira, o *hegemon* é interpretado como um agente transformador que lidera o sistema para uma determinada direção e assim se pressupõe que ele busque o interesse geral. Ao longo da história, tanto a formação como a expansão do sistema mundial moderno foram lideradas e dirigidas por Estados hegemônicos que buscaram o equilíbrio entre a lógica territorialista e a capitalista de poder, bem como que reestruturaram o sistema e reestabeleceram a ordem mundial conforme suas próprias regras. Então, se a afirmação de que o Estado age em benefício de todos se provar inverídica, a hegemonia fracassou.

Para o desenvolvimento dos ciclos de acumulação (c.s.a.), Arrighi (1996) se baseou na posição singular braudeliana sobre o capitalismo, interpretado como “a camada mais elevada de um todo composto por três níveis hierarquicamente estruturados e interligados: a vida material, a economia de mercado e o capitalismo ou o ‘antimercado’” (BRUSSI, 2011, p. 385). O problema dessa visão é que ela não se atém a como esses três níveis se relacionam entre si, concentrando-se apenas no que é capitalismo *stricto sensu*, no espaço sociopolítico em que há a interação entre os grandes capitalistas e o Estado (BRUSSI, 2011). O próprio Arrighi (1996, p. 25) reconhece que o seu estudo “deixa muita coisa fora do campo visual ou mesmo na escuridão [...]. Mas não se pode fazer tudo ao mesmo tempo”.

Ao buscar compreender como funciona esse núcleo do capitalismo, o autor fraciona a fórmula marxista MDM (mercadoria/dinheiro/mercadoria) para DM (dinheiro/mercadoria) e MD' (mercadoria/ Δ dinheiro), que juntas compõem um c.s.a. Durante a fase DM, há uma

expansão sistêmica, com a ampliação das mercadorias e dos investimentos produtivos. Entretanto, devido à dificuldade de manter constante essa produtividade, começam a surgir restrições de oferta e de demanda, que acirram a concorrência entre as grandes potências e estimulam o estabelecimento de novos polos de poder no sistema interestatal. Se o ritmo dos investimentos e da produção declinam, uma parte do capital se torna ocioso e deve ser realocado para alcançar o lucro. É precisamente esse capital excedente que desencadeia as expansões financeiras, conhecida como a fase MD', que

em termos econômicos, [...] desviam sistematicamente o poder de compra do investimento em commodities (até mesmo a força de trabalho), criador de demanda, para a acumulação e a especulação, exacerbando assim os problemas de realização dos lucros. Em termos políticos, tendem a se associar ao surgimento de novas configurações de poder, que minam a capacidade do Estado hegemônico dominante de se aproveitar da intensificação da concorrência em todo o sistema. E, em termos sociais, trazem consigo a redistribuição maciça da remuneração e de deslocamentos sociais, que tendem a provocar movimentos de resistência e rebelião nos grupos e nos estratos subordinados, cujos modos de vida tradicionais sucumbem ao ataque (ARRIGHI, 2008, p. 172).

Esses três elementos – o aumento da pressão competitiva, o surgimento de novos *loci* de poder e a expansão financeira – sinalizam a crise de hegemonia. À medida que se aproxima o momento de ruptura do ciclo hegemônico, o sistema interestatal se torna cada vez mais incerto e demanda mais recursos, especialmente da periferia, para que as disputas por poder sejam financiadas. Quando o interesse das altas finanças se torna tão predominante que essa elite consegue controlar o Estado, o ambiente internacional fica mais especulativo, o que no longo prazo ocasiona o caos sistêmico (BRUSSI, 2011). Neste caos, a organização política e econômica do sistema internacional vigente começa a se desintegrar e a ordem somente é reestabelecida quando a potência em ascensão concentra a capacidade tanto militar quanto financeira sob a sua égide. Após essa reorganização sistêmica, tem início um novo c.s.a. protagonizado por uma nova hegemonia.

Historicamente, o autor mapeia três momentos da ampliação qualitativa da acumulação do capital internacional: durante a transição do subsistema regional das cidades-Estado italianas (Veneza, Florença, Gênova e Milão) para as Províncias Unidas; das Províncias Unidas para a Grã-Bretanha; e desta para os Estados Unidos. Conforme descrito por Arrighi (1996), as cidades italianas funcionavam como interpostos comerciais, haja vista seu monopólio sobre os circuitos de comércio com o Oriente. Elas anteciparam várias características do sistema interestatal moderno ao terem uma oligarquia essencialmente capitalista na gestão do Estado e da guerra, de modo a se concentrarem tão somente no acúmulo de riqueza enquanto exportavam os custos de proteção para o império ibérico. Porém, essas cidades não poderiam atuar para ter a ação

transformadora prevista pelo autor e nem sequer tinham vontade política para tanto. De todo modo, elas foram responsáveis pela intensificação das rivalidades dos europeus, pois os países ampliavam geograficamente suas fronteiras na tentativa de assimilar as fontes de poder provenientes das cidades do norte da Itália.

O caos sistêmico, ocasionado pela rebelião dos súditos contra a pressão fiscal dos soberanos em tempos de guerra, só foi solucionado com a emergência das Províncias Unidas, que racionalizaram tanto a acumulação do capital quanto as técnicas militares. Elas diminuíram o impacto das guerras sobre os súditos ao aumentar a liberdade civil, além de também expandirem as redes comerciais e financeiras pertencentes a Veneza graças aos seus impérios ultramarinos e coloniais. A oligarquia holandesa trouxe os custos de proteção para o seu território e concedeu liberdade para a iniciativa privada articular o comércio por meio dos Estados, mesmo durante os conflitos. “Essa reorganização do espaço político a bem da acumulação de capital marcou o nascimento, não só do moderno sistema interestatal, mas também do capitalismo como sistema mundial” (ARRIGHI, 1996, p. 44).

Todavia, “os holandeses jamais governaram o sistema que haviam criado. Tão logo se instaurou o Sistema de Vestfália, as Províncias Unidas começaram a perder seu recém adquirido *status* mundial” (ARRIGHI, 1996, p. 47). O caso da hegemonia holandesa é o que o autor designa como liderança contra a vontade, cujo aumento do poderio é mais destrutivo do que benéfico para o Estado hegemônico. A paz do tratado de Vestfália revelou os limites da hegemonia das Províncias Unidas e as disputas por poder envolvendo britânicos e franceses se iniciaram já em 1652, quatro anos depois do acordo, estendendo-se até o fim das Guerras Napoleônicas em 1815. *A priori*, tentou-se incorporar o Estado holandês, em seguida só as suas fontes de riqueza, para, finalmente, os governos alcançarem o êxito com a síntese do capitalismo e territorialismo do século XVIII: o mercantilismo a partir da colonização direta, da escravatura capitalista e do nacionalismo econômico.

A posição insular da Grã-Bretanha propiciou que ela fosse denominada a intermediária entre o velho e o novo mundo. Ao vencer a Guerra dos Sete Anos, as disputas pela supremacia sistêmica com os franceses terminaram, mas isso não foi suficiente para que os britânicos se tornassem hegemônicos imediatamente. Com o exagero holandês na concessão de créditos e a segunda onda de rebeliões do sistema protagonizada pelas colônias, o caos sistêmico foi instaurado. As premissas estabelecidas no Tratado de Vestfália, como os direitos absolutos dos governantes, os direitos de propriedade e a liberdade comercial dos civis durante conflitos, foram sendo periodicamente desrespeitadas, sobretudo pelos franceses sob o comando de

Napoleão. Diante das lutas interestatais e intraestatais pelo poder, os britânicos se projetaram como baluarte da ordem vestfaliana e constituíram um novo tipo de hegemonia, respaldada pelo núcleo de Estados dinásticos original de 1648.

A partir do Tratado de Viena em 1815, teve início o ciclo inglês de acumulação de capital, que modificou as bases do sistema internacional ao colocar o Concerto Europeu a serviço de sua hegemonia, adotar o industrialismo enquanto lógica de produção, e instituir posteriormente o imperialismo de livre comércio, criando redes comerciais no mundo inteiro dependentes da abertura e ampliação do mercado interno inglês. A Grã-Bretanha se tornou a oficina do mundo e preservou o seu poder ao vincular as redes de comércio à gestão de sua economia doméstica, bem como ao exercer suas funções de governo mundial pelo controle dos meios de pagamento universalmente aceitos. Após anos dependentes do capital dos agiotas holandeses para o financiamento das atividades bélicas e estatais, os ingleses finalmente encontraram outra fonte de riqueza através da Índia (ARRIGHI, 2001).

Segundo Arrighi (1996), a vasta extensão dos domínios territoriais do Reino Unido proporcionou uma ampla arrecadação tributária, canalizada tanto para a expansão do aparelho coercitivo quanto para assegurar a posição de centro financeiro mundial a Londres, tornando-a sede da *haute finance*. Assim, a lógica territorialista e a capitalista foram combinadas, de modo que cada uma desse suporte a outra. Devido à propagação da ideologia liberal, a expansão do poderio dos ingleses “em relação aos demais era apresentada como a força propulsora de uma expansão generalizada da riqueza das nações” (ARRIGHI, 1996, p. 56), fator que garantiu um fenômeno inédito: cem anos de paz na Europa. No entanto, no final do século XIX, a posição inglesa já estava sendo usurpada pela emergência de sua antiga colônia americana, praticante de um territorialismo interno capitalista em sua essência jamais vivenciado. Juntamente com os alemães e seu territorialismo tardio, os estadunidenses protagonizaram a escalada pela supremacia do sistema internacional mais brutal existente na história.

A nova onda de protestos sociais pelo descontentamento dos povos não ocidentais e dos não proprietários ocidentais com o livre comércio inglês, além da disputa interestatal durante a Primeira Guerra Mundial, desencadearam o caos sistêmico. A transição da hegemonia inglesa para a estadunidense foi a mais breve, iniciada já na tentativa de anexar as fontes de riqueza. Os EUA atraíam mais capital inglês para o seu mercado do que a Alemanha e eles ainda tinham herdado a insularidade britânica, minimizando seus custos de proteção. A difusão do industrialismo conferiu aos britânicos o papel temporário de câmara de compensação, mas só até a eclosão da Primeira Guerra Mundial (ARRIGHI, 2001). Durante o confronto, os

estadunidenses iam gradativamente ocupando esse posto ao disponibilizar vários empréstimos para custear as disputas por poder, inclusive para os próprios ingleses.

Os EUA conseguiram reorganizar o sistema ao apresentar uma solução que abrangeu as forças revolucionárias, reacionárias e conservadoras, com os povos não ocidentais e não proprietários tendo direito à autodeterminação através dos Quatorze Pontos de Wilson – a percepção da liderança em busca do interesse geral citada anteriormente (ARRIGHI, 1996). A liquidez mundial estava nas mãos dos estadunidenses ao término da Segunda Guerra e

os contornos principais da nova ordem já se haviam configurado: em Bretton Woods estabeleceram-se as bases de um novo sistema monetário; em Hiroshima e Nagasaki, novos recursos de violência demonstraram os alicerces militares da nova ordem; em São Francisco, novas regras e normas para legitimar a condução do Estado e da guerra foram explicitadas na Carta da Organização das Nações Unidas (ONU) (ARRIGHI, 2001, p. 90).

Dessa forma, outro ciclo hegemônico foi delineado, com classes burguesas renovadas e organizações empresariais e governamentais ainda mais robustas. A hegemonia estadunidense revolucionou o sistema ao introduzir as transnacionais na economia internacional e ao criar as instituições reguladoras do capital mundial, como as de Bretton Woods (Fundo Monetário Internacional - FMI e Banco Mundial - BM), a ONU e, posteriormente, a Organização Mundial do Comércio, a fim de controlar a liberalização comercial global. Tal diminuição dos custos de transação ensejada pelos estadunidenses acarretou na interpretação de Arrighi (1996) de que o sistema mundial estava solidificado em bases tão amplas que colocava em xeque a própria soberania nacional do Estado.

Contudo, essa posição hegemônica começava a ruir na década de 1970 com a perda da Guerra do Vietnã e o respectivo crescimento financeiro que prenunciou a crise sinalizadora, aquela que apresenta obstáculos passíveis de serem solucionados dentro de algumas décadas. De acordo com Arrighi (2008, p. 171), as expansões financeiras conseguem a estabilização da “ordem existente porque permitem que os grupos hegemônicos dominantes repassem para os grupos nacional e internacional subordinados o fardo da intensificação da concorrência que ameaça a sua hegemonia”. A revogação unilateral estadunidense de Bretton Woods

[...] deu novo ímpeto à financeirização do capital, porque aumentou o risco e a incerteza nas atividades comerciais e industriais. As flutuações do câmbio tornaram-se um dos principais determinantes das variações de posições do fluxo de caixa, das vendas, do lucro e do patrimônio das empresas em diferentes países e moedas. Para se proteger dessas variações, ou lucrar com elas, as multinacionais tenderam a aumentar a massa de liquidez mobilizada na especulação financeira em mercados cambiais extraterritoriais, nos quais havia maior liberdade de ação e era mais fácil encontrar serviços especializados (ARRIGHI, 2008, p. 167).

Em vez da financeirização do capital potencializar a crise hegemônica, na verdade ela angariou mais poder e riqueza para os Estados Unidos. A contrarrevolução monetarista deslocou a ação estadunidense da oferta para a demanda, de modo que eles não tivessem mais que competir com a oferta de liquidez privada, mas criassem endogenamente, mediante incentivo governamental, essa liquidez pelas finanças (ARRIGHI, 2008). Segundo Arrighi (2008), como na década de 1970 não existia nenhuma alternativa factível que pudesse fazer frente ao dólar como moeda internacional, essa mudança na política econômica dos EUA proporcionou à sua economia um ressurgimento da riqueza e do poder, que se mantiveram contínuos até a Primeira Guerra do Golfo. Desde então, os conflitos militares não foram vantajosos para a preservação da hegemonia estadunidense, só demonstraram a sua dominação *per se*.

Para o autor (2008), a Guerra ao Terror, particularmente a invasão do Iraque, sinalizaram a crise terminal hegemônica. Estimava-se que a ocupação iraquiana pudesse se tornar o “primeiro movimento tático numa estratégia de longo prazo que visava utilizar o poderio militar para impor o controle norte-americano sobre a torneira global do petróleo e, assim, sobre a economia global durante outros cinquenta anos ou mais” (ARRIGHI, 2008, p. 199). Porém, o complexo enfrentado no Vietnã persistia e comprometia sua credibilidade: apesar dos EUA disporem de uma supremacia bélica incontestável, ela não foi suficiente para subjugar adversários insignificantes, conforme observado durante a invasão. A projeção do seu poder no Iraque e na Ásia ocidental não foi atingida, e a cobertura dos custos do confronto através da exploração petrolífera não foi obtida. A posição devedora dos Estados Unidos em relação ao mundo somente avançava.

Arrighi (2001) salienta a anomalia da transição hegemônica em vigor sob a ótica da geopolítica e das altas finanças, com a bifurcação do poder militar e financeiro, ora divididos em jurisdições políticas diversas. Nos termos propostos pela sua teoria, a hegemonia estadunidense já foi concluída, “mas assim como a libra esterlina continuou a ser usada como moeda internacional durante três ou quatro décadas depois do fim da hegemonia britânica, acontece o mesmo com o dólar” (ARRIGHI, 2008, p. 388). Os Estados Unidos prosseguem usufruindo do seu privilégio de senhoriação ao consumir muito acima dos seus recursos, o que tem disfarçado as perdas de competitividade de sua economia. Entretanto, o ajuste estrutural do país não pode ser postergado indefinidamente e, quando e se isso ocorrer, será o maior calote da história (ARRIGHI, 2008).

Sobre a peculiaridade do atual padrão dólar flexível, Serrano (2007, p. 211) faz uma afirmação muito contundente:

[...] os crescentes déficits em conta corrente não impõem nenhuma restrição de balanço de pagamentos à economia americana. Como o dólar é o meio de pagamento internacional, ao contrário dos demais países, praticamente todas as importações dos Estados Unidos são pagas em dólar. Isso também implica que praticamente todos os passivos externos norte-americanos sejam também denominados em dólar. Como os dólares são emitidos pelo FED, é simplesmente impossível (enquanto as importações americanas forem pagas em dólar) os Estados Unidos não terem recursos (dólares) suficientes para pagar suas contas externas. Além disso, naturalmente é o FED que determina diretamente a taxa de juros de curto prazo do dólar, enquanto as taxas de juros de longo prazo em dólar são inteiramente denominadas pela expectativa do mercado sobre o curso futuro da taxa do Fed. Portanto, como a “dívida externa” americana é em dólar, os Estados Unidos estão na posição peculiar de determinar unilateralmente a taxa de juros que incide sobre sua própria dívida externa. Como a dívida pública americana que paga os juros determinados pelo FED é o ativo financeiro de maior liquidez em dólar, ela é também o ativo de reserva mais importante do sistema financeiro internacional.

Então, do ponto de vista do poder estadunidense, qual é exatamente o problema de ser devedor? Como colocado por Tavares (1997), quando Paul Volcker, presidente do *Federal Reserve System* (FED), saiu da reunião do FMI em 1979 decidido a valorizar o dólar, ele tornou a dívida estadunidense o único instrumento dos EUA para captar forçosamente a liquidez internacional, além de direcionar os fluxos de capitais japoneses e europeus para o seu mercado monetário. “Assim, apesar das críticas ao déficit americano, este tornou-se na prática o único elemento de estabilização temporária do mercado monetário e de crédito internacional” (TAVARES, 1997, p. 35). A desregulamentação, de fato, reforçou a posição central ocupada pelo dólar e amarrou as taxas de câmbio e de juros internacionais ao FED.

O problema de visões estruturalistas, como a de Arrighi (1996; 2001; 2008), é que são essencialmente fechadas. Ao criar os ciclos de acumulação, o autor admite que há uma recorrência histórica específica, na qual as variáveis fundamentais que compõem a sua teoria permanecerão imutáveis. No entanto, a própria dinâmica competitiva do capitalismo impele os agentes econômicos a buscarem repetidamente (re)criar inovações, sejam de cunho industrial ou financeiro, a fim de que sua maquinaria de maximização de lucros continue funcionando constantemente. Neste sentido, não é impossível que tais destruições criativas schumpeterianas configurem novos contextos e, por conseguinte, modifiquem as prévias conclusões estabelecidas e os rumos da história.

É exatamente isso que se verifica na estrutura financeira vigente. Arrighi (1996; 2001; 2008) presume que a financeirização é um momento do curso histórico que se desenvolve durante todas as transições hegemônicas dentro do sistema moderno mundial. Ela ocorre devido

à concorrência interestatal pelo capital circulante, elemento que proporciona ao centro financeiro uma ampliação temporária de sua influência. Todavia, não há como supor que a estrutura financeira atual possa ser comparada à do século XVI ou à do século XIX. As tecnologias da informação, a globalização financeira e as metamorfoses do próprio capital financeiro impuseram uma interdependência entre os mercados nunca vivenciada, mesmo durante os anos em que vigorou o liberalismo econômico. Além disso, nenhuma nação jamais ocupou o epicentro da economia global como os Estados Unidos ocupam atualmente, e seu poderio provém, em grande medida, do seu comando sob as cadeias das finanças internacionais.

Este novo posto estadunidense se assemelha mais a um governo mundial, como é interpretado por Fiori (2007), do que a uma hegemonia nos termos propostos por Arrighi (1996; 2001; 2008). Não obstante ainda haja uma articulação entre as grandes potências, a última palavra é do FED, que pode se utilizar da arrogância para garantir a sua posição hegemônica, como no caso da década de 1970. Ao contrário do suposto pelo autor, essa situação não parece ter previsão para ser interrompida, pois o *status quo* do dólar é autorreforçador¹² (EICHENGREEN, 2011). Dada a permanência da diplomacia do dólar, a centralidade da hegemonia dos Estados Unidos é assegurada. Aparentemente, o longo século americano não parece ter conhecido ainda o seu fim.

1.2 A expansão contínua do universo de José Luís Fiori

É sabido que os anos 1970 consistem numa mudança paradigmática do sistema internacional, já que o colapso de Bretton Woods marca o abandono das lógicas keynesianas e o início da era neoliberal. No entanto, há teóricos que acreditam que essa década não representa apenas uma guinada ideológica, mas também sinaliza o começo do declínio estadunidense, como descrito na teoria da estabilidade hegemônica de Kindleberger (1973) com a transitoriedade do país estabilizador, na queda da potência que se transforma na crise apocalíptica do sistema mundial moderno no século XXI de Wallerstein (1984), ou na crise terminal do ciclo hegemônico dos Estados Unidos de Giovanni Arrighi (1996; 2001; 2008).

Contudo, segundo Fiori (2008), o que nenhuma dessas teorias explica é como os Estados Unidos não apenas se fortaleceram a partir da década de 1970, mas também instauraram uma ordem internacional com características imperiais, a despeito da crise do dólar e da

¹² Segundo Eichengreen (2011), o mercado estadunidense é o mais atraente para os investidores estrangeiros porque se trata do maior e do mais líquido, e essa atração, em consequência, aumenta a liquidez desse mercado.

desregulamentação do mercado financeiro, da sua situação de devedor internacional e da perda da guerra do Vietnã. Ao pôr fim à regulamentação financeira e ao modelo de governança global liderado pela sua versão de hegemonia benevolente, os estadunidenses na verdade estavam dando continuidade ao seu projeto de concentração e centralização de riqueza iniciado no século XIX, que foi globalizado após a Segunda Guerra Mundial.

É nessa lacuna que se concentra o pensamento de José Luís Fiori (1997; 2007; 2008). Diferentemente dos demais autores, ele acredita que as derrotas militares estadunidenses e o crescimento chinês não conduzem à queda da hegemonia dos Estados Unidos, mas fazem parte de uma grande transformação expansiva sistêmica iniciada na crise de 1970 através da mudança estratégica dos estadunidenses. A sua teoria da expansão contínua assume que a competição é o principal motor do crescimento constante e desordenado do sistema mundial, uma vez que se trata do mecanismo central de acumulação de poder. As desordens, guerras e crises ocorrem na medida em que os Estados, especialmente as grandes potências, lutam pelo poder global. Sob essa perspectiva, a escalada de poder é responsável pelo alargamento das fronteiras e amplia a configuração do próprio universo.

De acordo com Fiori (2008), existem quatro momentos ao longo da história interpretados como explosões expansivas: no século XIII, de 1150-1350, com as invasões mongóis, as Cruzadas e as guerras internas na península ibérica, na França e na Itália, ampliando a pressão competitiva e resultando no primeiro sistema europeu de guerras e trocas; no século XVI, de 1450-1650, no qual o acirramento do conflito entre os otomanos e os Habsburgos, além das guerras na Espanha com a França, os Países Baixos e a Inglaterra, ocasionaram a explosão que deu início ao sistema interestatal europeu; no século XIX, de 1790-1914, com o expansionismo francês e inglês, e a emergência dos Estados Unidos, Alemanha e Japão como potências desse período, que protagonizaram uma corrida imperialista que trouxe a Ásia e a África para dentro do sistema mundial moderno; por fim, desde a década de 1970 até então, em virtude da estratégia imperial estadunidense, do aumento do número de Estados e do crescimento asiático, principalmente da China.

A hipótese do autor (2008) é que haja uma gigantesca expansão do universo a partir de uma nova corrida imperialista nos próximos anos, com os Estados Unidos influenciando significativamente. Desde 1970, nota-se que a estratégia imperial estadunidense provocou modificações na geopolítica e na economia mundiais que têm impactos contraditórios, já que elas contribuem para a reprodução do poder do *hegemon* e concorrem com ele em concomitância. É o caso do fortalecimento da Alemanha, Rússia, China e Índia, cada país em

sua respectiva zona de influência. Após o declínio relativo dos EUA, surgiram brechas dentro do sistema internacional que possibilitaram a essas potências regionais atuações mais expressivas em seu entorno, mas essas mesmas atuações respaldaram a propagação ininterrupta do poderio dos estadunidenses, justificada pela competição sistêmica. Ou seja, as adversidades econômicas e as disputas geopolíticas globais correntes “podem ser uma parte essencial e necessária da acumulação de poder e da riqueza destes Estados, e do próprio sistema mundial” (FIORI, 2008, p. 34), mas isso só será evidenciado no futuro.

Após as crises monetárias na década de 1970, Tavares (1997) afirma que os Estados Unidos tiveram uma postura decisiva para reorientar o sistema internacional para a sua hegemonia: a fim de garantir que o dólar não perdesse sua condição de moeda reserva e se desvalorizasse, eles aumentaram as suas taxas de juros, o que acarretou na migração dos fluxos de capitais privados para o seu próprio território. O preço da estabilidade do sistema foi a submissão de todos os países à política ortodoxa ensejada pelo *Federal Reserve System*. Em suma, “foi a ameaça de ruptura do sistema privado de crédito por *default* dos países periféricos e de algumas grandes empresas que colocou sob o controle do sistema bancário americano, e em última instância do FED, o sistema financeiro internacional” (TAVARES, 1997, p. 37). Segundo a autora (1997, p. 34),

a partir daí o sistema de crédito interbancário orientou-se decisivamente para os EUA e o sistema bancário passou a ficar sob o controle da política monetária do FED, que dita as regras do jogo. As flutuações da taxa de juros e de câmbio ficaram novamente amarradas ao dólar, e através delas o movimento e liquidez internacional foi posto a serviço da política fiscal americana. A partir do início dos anos 80, todos os grandes bancos estão [...] financiando obrigatoriamente – porque não há outra alternativa – o déficit fiscal americano.

Essa “nova estratégia internacional de escalada na direção do poder global unipolar e imperial, conquistado depois da Guerra do Golfo e da dissolução da União Soviética em 1991” (FIORI, 2007, p. 80), garantiu a perpetuação do poder estadunidense. Assim, a desregulamentação dos mercados financeiros iniciada pelo governo Nixon e a consequente expansão das finanças se tratou de uma saída dos EUA para aumentar o seu poder e sua influência, como ocorreu no estabelecimento da hegemonia inglesa no século XIX e na dos próprios estadunidenses no século XX. Ao abandonar o capitalismo domesticado, estabeleceu-se um novo sistema monetário e financeiro que se orienta e se organiza em função das escolhas de política econômica do FED, de suas taxas e de sua moeda. Estabeleceu-se, portanto, uma nova ordem que se perpetua devido ao controle exercido pelos EUA sobre as estruturas transnacionais, militares, financeiras, produtivas, ideológicas e culturais de alcance global (FIORI, 2007). Os demais países devem somente decidir sobre como se inserem dadas as

circunstâncias, sobre quais políticas são mais eficientes para garantir o desenvolvimento: industriais, comerciais ou financeiras.

Então, dentro dessa teoria, é impossível conceber que a potência hegemônica estabilize o sistema mundial, elemento que conflita diretamente com a interpretação de Giovanni Arrighi (1996; 2001). Para Fiori (2004, p. 41-2), “toda grande potência está obrigada a seguir expandindo o seu poder, mesmo que seja em períodos de paz, e se possível, até o limite do monopólio absoluto e global”, premissa que se assemelha ao realismo ofensivo de Mearsheimer (2001). No realismo ofensivo, o objetivo dos Estados é a maximização do seu poder, preferencialmente até alcançar a posição hegemônica. Apesar de improvável de ser conquistada, tal posição é desejável porque proporciona mais chances de sobrevivência dentro do ambiente anárquico que é o sistema internacional. Logo, as grandes potências raramente estão satisfeitas com a distribuição de poder no sistema internacional, disputando constantemente entre si para aumentar a sua própria parcela de poder. Para tanto, elas se utilizam da força ou de outros artifícios – alianças, diplomacia, etc –, desde que eles sejam suficientes para frustrar tentativas rivais que ameacem as suas ambições.

Como assinalado por Fiori (2008), ao tentar seguir acumulando ininterruptamente poder e riqueza, a hegemonia mundial se torna a desestabilizadora de sua própria ordem, porque, à medida que persegue a sua expansão, há uma ruptura nas estruturas construídas por ela mesma para assegurar a sua posição dominante. Por isso há a coexistência entre a paz e a guerra, a crise e a expansão, a ordem e a desordem, dado que

[...] ao contrário da “utopia hegemônica”, neste “universo em expansão” nunca houve nem haverá “paz perpétua” nem hegemonia estável. Pelo contrário, trata-se de um “universo” que precisa da guerra e das crises para poder se ordenar e “estabilizar” – sempre de forma transitória – e manter suas relações e estruturas hierárquicas (FIORI, 2008, p. 31).

Desse modo, Arrighi (1996) se concentrou apenas nos aspectos positivos da potência hegemônica para o funcionamento do sistema, desconsiderando seu papel autodestruidor nos períodos de relativa tranquilidade. Em decorrência, tendeu, de acordo com Fiori (2008), a deduzir erroneamente quaisquer momentos de disfunções políticas e econômicas sistêmicas como indícios de crises terminais, exatamente como a sua interpretação da crise de 70. Embora os EUA tenham enfrentado de fato um momento de fragilidade monetária e uma escalada de poder no sudeste asiático, o seu “poder de moldar e determinar as estruturas da economia política global dentro das quais outros Estados, suas instituições políticas, suas empresas econômicas e (não menos importante) seus cientistas e outros profissionais têm de operar”

(STRANGE, 1988, p. 24, tradução nossa), ou seja, o seu poder estrutural, continuou prevalecendo. Em síntese,

neste início do século XXI, não existem evidências de um “colapso” do poder americano. A crise hipotecária e financeira americana de 2007-2008 se aprofundou e se transformou numa crise financeira global, mas ainda não atingiu a centralidade do dólar, dos títulos da dívida e da economia americana. O fracasso político americano no Iraque não diminuiu o poder militar dos Estados Unidos, que segue sendo muito superior ao de todas as demais potências juntas; a economia americana prossegue na condição de a mais poderosa do mundo e mantém sua capacidade de inovação; os Estados Unidos permanecem no controle de cerca de 70% de toda a informação produzida e distribuída ao redor do mundo; a “moeda internacional” ainda é o dólar; o déficit externo não ameaça os Estados Unidos neste padrão monetário internacional “dólar flexível”; os Estados Unidos não parecer estar sem “os meios e a vontade de continuar conduzindo o sistema de Estados na direção que seja percebida como expandindo não apenas o seu poder, mas o poder coletivo dos grupos dominantes do sistema”, como pensa Giovanni Arrighi (FIORI, 2008, p. 18-9).

Ademais, “os impérios não têm interesse em operar dentro de um sistema internacional; eles aspiram ser o próprio sistema internacional” (KISSINGER, 2001, p. 84 *apud* FIORI, 2007, p 56). Fiori (2007) assume que é isso que os EUA têm buscado de modo incessante e, sob esse aspecto, não foi exatamente a perda para o Vietnã “que provocou a mudança de rumo na década de 1970, mas foi a ‘compulsão’ expansiva do *hegemon* que o levou a uma derrota passageira, sem, entretanto, afetar sua capacidade de iniciativa estratégica” (FIORI, 2007, p. 91). Não obstante haja uma crise de liderança reconhecida pelo autor na trajetória dos Estados Unidos, trata-se apenas de um declínio relativo do seu poder, componente das transformações sistêmicas e estruturais a serem desenvolvidas em consonância com as ações do *hegemon*.

Logo, se a hipótese de Arrighi (1996; 2001; 2008) atesta que a expansão financeira sistêmica é um indício do enfraquecimento dos Estados Unidos, Fiori (1997; 2007; 2008), em contrapartida, reconhece que ela na verdade é uma estratégia para propagar o poderio estadunidense. A teoria do autor é mais aberta às mudanças circunstanciais, sejam econômicas ou políticas, do que a visão estruturalista de Arrighi, o que amplia a aplicabilidade de sua hipótese. A questão fundamental é que, ao constatar a consolidação da memorável aliança de Weber entre o Estado e o capital financeiro estadunidense, Fiori (1997; 2007; 2008) estabelece que as mudanças sistêmicas a partir de 1970 resultam da estratégia imperialista dos EUA. Essa visão determinista não explica, por exemplo, como a China conseguiu crescer, a despeito do desejo dos estadunidenses de moldar o sistema internacional para acomodar apenas os seus interesses imperiais. Isso não invalida a sua percepção sobre a concorrência e a expansão do universo, mas demonstra que nem tudo está relacionado às vontades do *hegemon*.

Além disso, há ressalvas quanto à concepção de que os EUA teriam dado prosseguimento a uma estratégia imperial anteriormente planejada. Dentro da estratégia de perpetuação do seu poder, os Estados Unidos tomaram uma decisão política que beneficiou a sua posição hegemônica, mas não há um consenso de que foi algo premeditado. Diante da insustentabilidade da paridade ouro-dólar, ou o sistema internacional criava outro modelo de acumulação ou o liberalismo econômico se reinventava. Como os EUA garantiriam sua posição hegemônica através do neoliberalismo e a viabilidade deste sistema já era conhecida pela experiência do final do século XIX e do início do século XX, apostou-se na segunda opção e na libertação das amarras do capital. A rigor, não foi algo previamente arquitetado, mas uma decisão tomada de acordo com a situação vivenciada na economia naquele momento.

Sob essa ótica, o escopo analítico de Fiori (1997; 2007; 2008) só abarca as causas da financeirização – a ambição imperial desmedida estadunidense – sem se aprofundar nas consequências nocivas dessa mudança paradigmática para a economia como um todo. Ao tomar a decisão consciente de optar pelas finanças, os EUA podem até ter contribuído para garantir a centralidade de sua economia, mas elevaram o risco sistêmico a patamares inimagináveis e impuseram ao mundo uma conjuntura econômica complexa para todos os agentes, inclusive eles próprios. Os desdobramentos perversos desse cenário já foram sentidos na crise de 2008, que evidenciou uma fragilidade de seu mercado financeiro ainda não reparada, pois a expansão do crédito segue acontecendo sem a devida avaliação de risco. Então, é imprescindível compreender, para além da posição singular estadunidense de governo e Banco Central do mundo elencada pelo autor, como essa estratégia modificou a macroeconomia do sistema econômico internacional e tem estimulado a chamada estagnação secular, numa constante tensão entre financeirização e produtividade.

1.3 O novo padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo de José Carlos Braga

Com a desaceleração da sua economia nos anos 1960, os Estados Unidos decidiram adotar uma dinâmica própria nos mercados financeiros através da gestão dos ativos geradores de juros em detrimento da moeda – a primeira ação do processo que culminou na desregulamentação neoliberal. A partir dessa inovação financeira surgiram as quase-moedas/moedas privadas, detentoras de uma liquidez desenvolvida à margem da atuação dos Bancos Centrais que é muito superior àquela exigida para custear a produtividade. Para Braga (1996; 1997; 2015), essa riqueza em demasia não é conjuntural, mas intrínseca à nova configuração financeira global.

A expansão das finanças corrente pode até se assemelhar às aquelas observadas ao longo do capitalismo, mas “apegar-se à abordagem de que se trata de uma mesma repetição do ‘velho’ capital financeiro, é algo teoricamente incorreto já que o passado não determina em *termos absolutos* nem o presente, nem o futuro (BRAGA, 1997, p. 196, grifo do autor). Tal crítica implícita a Arrighi (1996) denota a incapacidade de se apreender o capital financeiro para além das suas definições clássicas, de modo a visualizá-lo a partir da sua conformação atual e dos seus desdobramentos no cenário macroeconômico. Ao compreender essa nova feição do capital financeiro, percebe-se que as modificações engendradas na globalização tiveram impactos na forma de gestão e definição da riqueza, que envolve todos os agentes econômicos, acirra a concorrência intercapitalista e restringe o raio de manobra dos Estados.

“A financeirização é o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo” (BRAGA, 2015, p. 92), cada vez mais desvinculado dos fundamentos econômicos tradicionais, como produtividade, tempo de trabalho ou quantidade de capital físico. De acordo com o autor (1996; 1997), no centro desse novo paradigma está o capital a juros, a manifestação plena do capital como mercadoria. O capital financeiro moderno resulta da fusão desse capital a juros com a forma de lucro, o que garante tanto ganhos operacionais como os financeiros-patrimoniais mais velozmente. O jogo e a especulação agora são componentes sistêmicos, pois eles proporcionam o aumento dos níveis de riqueza a patamares muito maiores do que os da riqueza real. Aos Bancos Centrais, cabe somente a ação de prestador em última instância e de intervir minimamente para não sucumbir às expectativas privadas.

Neste sentido, o capital é o sujeito do processo¹³ e não os agentes econômicos. As moedas privadas e as quase-moedas, com a rentabilidade e a liquidez inerentes, são largamente responsáveis pelo processo de financeirização ao criar a abundância de crédito e de mecanismos de pagamentos. A proporção desses ativos financeiros em âmbito internacional permite a temporalidade e a flexibilidade das finanças, rompendo com a rigidez estrutural dos contratos e tornando as decisões das empresas capitalistas reversíveis. Então, surgiram dois processos de valorização: o de valorização de renda, composto pelos salários, impostos e os lucros brutos; e o de capitalização financeira, “formado por juros, dividendos, amortizações de empréstimos, rendimentos provenientes das diferentes operações com ativos de capital, constituindo o ‘estrato superior’ de riqueza, [...] bem como suas flutuações”. (BRAGA, 1997, p. 232). O

¹³ A análise de Braga (1996) tenta compatibilizar a teoria da demanda efetiva keynesiana com a teoria de acumulação do capital marxista ao estabelecer uma problemática entre as leis gerais do movimento – que admite o capital como sujeito da dinâmica capitalista – com a concorrência. A partir disso, ele deseja explicar o capitalismo monopolista-competitivo instaurado no segundo pós-guerra.

sistema é condicionado pelo tripé moeda-crédito-patrimônio, com o processo de capitalização financeira ocupando uma posição de destaque.

Podem-se usar como indicadores da dominância financeira o próprio crescimento acentuado da taxa de riqueza financeira quando comparada à taxa do produto e à do estoque de capital; a ampliação das operações cambiais em relação às comerciais; o aumento dos valores dos ativos financeiros superior ao dos valores reais; a participação expansiva dos governos nas transações transnacionais de títulos financeiros e o seu impacto no produto interno bruto (PIB) dos países avançados; e a subida da parcela de lucros financeiros nos lucros totais das grandes corporações (BRAGA, 2015). O padrão de riqueza difundido atualmente tem como características:

1) a mudança de natureza do sistema monetário-financeiro com o declínio da moeda e dos depósitos bancários como substrato dos financiamentos, substituídos pelos ativos que geram juros; 2) a securitização que interconecta os mercados creditícios e de capitais; 3) a tendência a formação de “conglomerados de serviços financeiros”; 4) a intensificação da concorrência financeira; 5) a ampliação das funções financeiras no interior das corporações produtivas e de serviços dada sua potente capacidade de acumular capital monetário e não como substituto de uma suposta estagnação produtiva, equívoco em que incorrem alguns intérpretes; 6) a transnacionalização de bancos e empresas; 7) a variabilidade interdependente das taxas de juros e de câmbio; 8) o déficit público financeiro endogeneizado; 9) o banco central *market oriented*, atuante sob as mais diversas formas contra o agravamento da desvalorização da riqueza tal como se tem observado na crise atual; e 10) a permanência do dólar como moeda estratégica mundial, apesar do surgimento incipiente de algumas outras “áreas monetárias” (BRAGA, 2015, p. 101).

Dessa forma, a proeminência das finanças não é uma prática apenas dos rentistas, típicos grupos que têm seus lucros determinados pelos processos geradores de rendas, mas abrange todos os agentes, como Bancos Centrais e bancos privados, organizações financeiras (corretores, seguradoras e fundos de investimento), corporações industriais e comerciais, conglomerados e instituições de serviços financeiros, proprietários de fortunas e, inclusive, famílias de classe média, que também vêm aumentando progressivamente o número de ativos financeiros nos seus portfólios. Ela intensificou a concorrência entre os agentes em todos os ramos e segmentos, visto que todos geram a liquidez mundial e interferem nos aspectos que determinam na sua valorização, além de ter dado “curso globalmente, e de modo exasperante, à combinação e tensão entre produtivismo e *financeirização*, enriquecimento e exclusão social, desenvolvimento e subdesenvolvimento” (BRAGA e CINTRA, 2007, p. 289, grifo do autor).

Todavia, a financeirização “não implica que a liquidez esteja sendo sugada da circulação industrial para a financeira e que, em função disso, as corporações estejam *out of money* (sem ‘poupança financeira’) para investir e dinamizar a circulação industrial” (BRAGA, 2015, p.

103). Isso porque, no plano teórico do autor (1996; 1997), a estrutura capitalista é movimentada pela ação dos capitais centralizados, aqueles que operam enquanto um capital geral, sem se delimitar a segmentos, setores ou produtos. As grandes corporações e organizações capitalistas, que são multinacionais, multissetoriais e multifuncionais¹⁴, movimentam essa pluralidade de capitais com base nos seus interesses no plano microeconômico (mercado e indústria) e no plano macroeconômico (investimentos globais). Elas têm como função-objetivo:

$F_0: f(F, Ipt, X)$ onde F representa as finanças em geral das corporações incluindo os lucros não-operacionais e a liquidez estratégica. Esta significa a posse de moedas fortes e ativos financeiros líquidos (quase-moedas) que possibilitam ganhos de arbitragem, atuações *non-bank-banks*, mobilidade e flexibilidade na alocação de recursos. Constitui um conceito mais amplo do que a preferência pela liquidez de Keynes; X, são os *tradables*, com que o grande capital visa o mercado global; e Ipt, o investimento com progresso técnico, que compõe o planejamento e a gestão estratégicas das grandes empresas e com o que baseiam sua dinâmica de contestadoras das “barreiras à entrada”, fundam as bases materiais de extensão aos vários mercados e indústrias e posicionam-se como “*global traders*” internacionais (BRAGA, 1996, 90-91).

O conjunto dessas corporações capitalistas detém grande parte dessa liquidez mundial e tem o poder de decisão quanto à sua alocação na mesoestrutura, o lócus global da concorrência em que os capitais centralizados estão subsumidos (BRAGA, 1996). Juntas, elas definem a territorialidade econômica consoante o grau de rentabilidade, ditando as migrações do capital e constituindo uma nova divisão internacional do trabalho. Como a riqueza advém dos serviços e dessas corporações, não há bloqueio do investimento, do desenvolvimento da produção ou do progresso técnico, porque o objetivo do capitalismo é acumular riqueza sob várias formas, sobretudo a monetário-financeira. Assim, a financeirização é sustentável desde que haja algum grau de inovação técnica, mesmo que não seja um desenvolvimento das forças produtivas aos moldes schumpeterianos.

Portanto, na hipótese de Braga (2015), não há uma dicotomia entre um bom (produtivo) e um mau (financeiro) capital. Tampouco há bloqueio do investimento com progresso técnico, porque a macroestrutura financeira produz a interação do dinheiro e dos ativos na circulação industrial (campo empresarial) e na circulação financeira (bancos). O que existe é um domínio da finança, não do setor financeiro sobre a economia real. Para lidar com esse modelo que ocasiona problemas profundos na distribuição de renda, resta aos Estados tentarem atenuar os golpes do mercado, ajustando-se fiscalmente às consequências. Resta minimizar os efeitos do fenômeno sobre as populações, mas sem que essa proteção afete/agrave o panorama.

¹⁴ Multinacionais, obviamente, porque sua área de atuação é o mundo inteiro; multissetoriais porque operam em vários ramos; e multifuncionais porque ocupam funções produtivas, comerciais e financeiras ao mesmo tempo (BRAGA, 1997).

O dilema dos países atualmente está justamente em como instrumentalizar os Bancos Centrais sem suscitar seja o risco moral, seja o estrato superior da riqueza, isto é, a valorização dissociada dos ativos reais. Eles seguem realizando operações de mercado aberto – endividamento via títulos públicos – para influenciar a liquidez e as taxas de juros, elemento que fomenta cada vez mais a participação das finanças no déficit público e constrange a dinamização do gasto governamental sobre a renda nacional (BRAGA, 1997). Segundo o autor, (2015), a expansão das finanças até pode existir concomitantemente ao crescimento do PIB, só que de modo desigual entre as nações. Diferentemente dos EUA, que retomaram seu crescimento a partir dessa nova conjuntura, os países periféricos não têm tido o mesmo sucesso e sofrem com a incapacidade de controlar suas taxas de câmbio e de juros em virtude do atrelamento internacional. Os *global players* direcionam seu capital primordialmente

aos países com sistemas monetários-financeiros e industriais mais sólidos, em que existem parceiros, mercados e condições de lucratividade geral mais adequadas. Designam, preferencialmente, aos demais – “os periféricos” – a função de mercados para seus *tradables* e de circuitos atraentes para valorização financeira e patrimonial (BRAGA, 1997, p. 222).

Entretanto, supõe-se que haja incongruências na perspectiva do autor. Ora, o circuito de todo capitalista é dinheiro-mercadoria-mais dinheiro para maximizar seus lucros e, obviamente, este é o intento das grandes corporações. Enquanto os investimentos produtivos têm seus retornos no longo prazo, as atividades em torno do capital financeiro trazem lucros maiores no curto prazo, ainda que muitas vezes se tratem de valorizações fictícias. É por isso que se discute a tendência à estagnação secular, resultante da configuração macroeconômica moderna e das mudanças na governança corporativa. Segundo o relatório da UNCTAD (2016), há uma desvinculação entre lucro e investimento desde a década de 1980, observado tanto em economias desenvolvidas como também em países em desenvolvimento. As empresas tendem cada vez mais a não reinvestir na produção e canalizar seus rendimentos para acionistas através de dividendos ou recompra de ações.

Um equívoco comum, e que foi elencado no relatório, é que as inovações industriais não necessariamente devem ser mantidas em graus altos e constantes eternamente. Na medida em que se alcança altos níveis de competitividade industrial, não é incoerente supor que haja uma desaceleração do nexos lucro-investimento, de modo a tornar os aperfeiçoamentos mais pontuais. Por outro lado, é incomum que economias em desenvolvimento também estejam participando desse processo, sem focar seus esforços para estabelecer um nexos dinâmico e duradouro entre o lucro e o investimento – como é o usual na busca pelo crescimento. Uma vez que nunca se experimentou uma desregulamentação dessa magnitude, não há como prever

se essa via de desenvolvimento, somada a algum nível de industrialização, trará resultados promissores para essas nações. De todo modo, a atração desses países para o capital financeiro é limitada e geralmente decorre de momentos cujo prognóstico dos investidores quanto à economia é bastante favorável.

Evidentemente, os capitais que são movimentados e valorizados por meio das “aplicações financeiras e das arbitragens entre diversos tipos de ativos, nasceram invariavelmente no setor produtivo e começaram por assumir a forma de rendimentos que se constituíram na produção e intercâmbio de bens e serviços” (CHESNAIS, 1999, p. 15). No entanto, diante das incertezas sobre as variáveis econômicas futuras, as grandes corporações têm pautado seu cálculo de lucro de maneira muito significativa em função das oportunidades fornecidas pelas finanças, distintamente do pressuposto por Braga (1996; 1997; 2015). Sendo assim, é passível discutir a financeirização da economia como uma sobreposição da esfera financeira em relação à produtiva, com a produção técnica sendo sim afetada de forma negativa.

Quadro 1

Três abordagens da financeirização

	Arrighi	Fiori	Braga
Núcleo teórico	Ciclos sistêmicos de acumulação	Expansão contínua do universo capitalista pelas disputas constantes por poder	Modificação no padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo
Sujeitos da dinâmica	Estados e agentes	Estados e agentes	Capital
Nomenclatura	Hegemonia	Império	-
Relações entre os agentes	A estrutura determina as escolhas dos Estados	Os Estados determinam a escolha da estrutura	O capital coordena as relações entre Estados e empresas, consequentemente, a estrutura
Argumento sobre a financeirização	Sinaliza a transição de uma hegemonia	Decisão voluntária dos Estados Unidos para assegurar a sua hegemonia	Consequência da expansão do capitalismo como modo de produção

Percepção sobre os conflitos	Intensificação da competição interestatal e interempresarial anunciam transições hegemônicas	Guerras são naturais e frequentes devido à concorrência pelo poder	-
Papel da potência dominante	Estabiliza o sistema, pois reorganiza a acumulação capitalista através de novas estruturas	Desestabiliza o sistema, porque para garantir a perpetuação do seu poder ela destrói e reconstrói suas instituições	-

Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Arrighi (1996; 2001; 2008), em Fiori (1997; 2007; 2008) e em Braga (1996; 1997; 2015).

No quadro 1, as principais características das três teorias abordadas previamente são exemplificadas. É importante salientar que a teoria de Arrighi (1996; 2001; 2008) e a de Fiori (1997; 2007; 2008) não são precisamente teorias da financeirização, mas sim teorias que justificam a predominância financeira a partir das suas respectivas teses sobre os rumos do sistema interestatal moderno. Devido às razões já descritas na subseção 1 – as revoluções tecnológicas, a globalização financeira e as metamorfoses do capital financeiro –, não se considera que a hipótese estruturalista de Arrighi (1996; 2001; 2008) seja apropriada para fundamentar a expansão financeira deste século. As teorias de Fiori (1997; 2007; 2008) e de Braga (1996; 1997; 2015), por sua vez, até podem ser compatibilizadas, dado que o primeiro se concentra nas causas da financeirização – estratégia imperial dos EUA – e o último se concentra nas consequências macroeconômicas – alterações no padrão de riqueza –, mas existem ressalvas.

Defende-se aqui que a decisão tomada pelos EUA na década de 1970 foi uma decisão política que não necessariamente foi planejada, mas que, sem dúvida, beneficiou sua posição hegemônica. Sob essa ótica, concorda-se parcialmente com Fiori (1997; 2007; 2008) em relação às causas da financeirização e com Braga (1996; 1997; 2015) em relação às consequências, mas não sobre o capital ser o sujeito do processo, pois os

economistas precisam aprender que a economia vai além das premissas teóricas de que os neoclássicos tanto gostam. A economia é política! A economia como ciência é muito limitada. Economia é fruto de decisões sociais tomadas por homens que têm poder. Sejam empresários tomando decisões de investir ou não, de comprar ou vender, seja o Estado em adotar e tentar fazer cumprir certas metas e objetivos econômicos. E essas tomadas de decisões são sempre conflituosas. Sempre se defrontam com interesses diversos ou mesmo contraditórios (CANO, 2012, p. 18).

A financeirização tem sido o estágio atual do capitalismo contemporâneo, mas também é algo que pode ser revertido se porventura forem tomadas novas decisões políticas que reconsiderem a trajetória da economia mundial através, por exemplo, do desenvolvimento de novas regulamentações¹⁵ ou ainda de um novo concerto monetário e financeiro que resguarde os Estados e seus sistemas financeiros da especulação desestabilizadora e do capital fictício. O problema crucial é que essas decisões envolvem um alto custo tanto econômico quanto político, visto que a riqueza dos Estados também tem sido expandida com a financeirização. Atualmente, os países não parecem estar dispostos a arcar com o ônus dessas transformações e, assim, o sistema mundial moderno enfrenta a tendência à estagnação secular. A produtividade das economias desenvolvidas e da maioria dos países em desenvolvimento apresenta quedas acentuadas e não se sabe quais medidas – ortodoxas ou heterodoxas – seriam suficientes para revitalizar o desenvolvimento econômico aos moldes schumpeterianos.

Em razão dessas questões, assume-se que a hipótese de Braga (1996; 1997; 2015) compreende melhor as transformações enfrentadas na expansão financeira em vigor e a nova lógica econômica internacional estabelecida, a despeito das divergências sobre os impactos da financeirização na produtividade e sobre o capital ser o sujeito do processo. Uma vez que não se vislumbra no horizonte novas regulamentações ou um novo marco regulatório para o sistema monetário e financeiro internacional, a conjuntura financeirizada representa o novo estágio do capitalismo contemporâneo e os Estados devem aprender a conviver com essa dinâmica. De fato, interpretar a financeirização sob esta perspectiva implica refletir sobre como os países são hierarquizados dentro dessa estrutura, como as relações entre o centro e a periferia são modificadas, como os países periféricos têm se comportado em relação ao fenômeno e se todos apresentam o mesmo comportamento. Todas essas indagações serão respondidas e pormenorizadas a seguir.

¹⁵ Eichengreen (1995), por exemplo, afirma que é possível desenvolver maneiras de se conviver com as taxas de câmbio flutuantes mediante a criação de uma moeda única, de câmaras de conversão (regime que só permite a emissão de moeda nacional quando há uma contrapartida na moeda reserva a uma taxa fixa), bandas cambiais (delimitação do intervalo em que as moedas podem flutuar, sendo realizadas compras e vendas de moeda estrangeira para normalizar a taxa de câmbio), ou do imposto Tobin (taxação das transações financeiras entre os países para mitigar a especulação).

2. A nova divisão internacional do trabalho e suas consequências para as escolhas de política econômica

Schumpeter (1984) afirma que o capitalismo não tem, por natureza, um caráter estacionário. Em vez disso, ele aponta que esse sistema necessita de uma transformação econômica contínua, a partir do surgimento de novas mercadorias, técnicas de produção, fontes de suprimento e transporte, além de reformas nos mercados e nos tipos de organização industrial, todos elementos fundamentais que determinam os níveis de concorrência entre as frações capitalistas. São essas transformações que asseguram o embate entre as firmas e revolucionam o sistema constantemente pelo processo de destruição criativa, que elimina os elementos antigos e reproduz novos. Sem isso, as empresas não sobreviveriam e o sistema capitalista entraria em colapso.

Dessa forma, as inovações propagadas dentro da conjuntura econômica são vitais para a perpetuação do sistema capitalista como um todo, porque elas criam novas oportunidades de lucros e funcionam como motor de competição para os agentes e as empresas. Desde a década de 1970, as inovações que merecem destaque são aquelas relacionadas ao setor financeiro, como a revolução do papel monetário pela proliferação de moedas privadas e a difusão da securitização do crédito através dos mecanismos de transferência de riscos. No entanto, essas inovações modificaram a natureza econômica ao garantir que os lucros não estivessem necessariamente associados aos processos produtivos de longo prazo, mas também fossem oriundos da finança direta no curto prazo, especialmente por meio do capital fictício. Governos, bancos comerciais e centrais, empresas transnacionais e agentes individuais têm seus patrimônios expandidos por essa dinâmica, que não tem estimulado o crescimento da economia real e ainda provoca queda nos investimentos e na geração de empregos (MOLLO, 2011).

Em função dessa conjuntura, o capitalismo vem sendo gradativamente financeirizado. No contexto atual de globalização econômica e financeira, as decisões acerca do investimento e da produção, as avaliações das empresas e até mesmo os preços dos bens têm se submetido à prática e às contradições da esfera financeira. Os Estados têm suas políticas macroeconômicas e possibilidades de desenvolvimento subordinadas às expectativas volúveis dos agentes, que podem abandonar a especulação de modo abrupto e destruir a valorização fictícia dos ativos. “Dadas as várias formas de operações de crédito e de transações com títulos que atualmente caracterizam o capital fictício, os prejuízos causados em algum ponto dessa estrutura em teia de aranha podem ter repercussões e efeitos de contágio potencialmente significativos”

(GUTTMANN, 1998, p. 84), estendendo-se para os capitais de empréstimo e industrial, além de desacelerar o crescimento econômico.

São os países periféricos e seus cidadãos que mais sofrem com a presente configuração do capitalismo, uma vez que o raio de manobra dos seus governos foi estrangulado. Os *status* de suas moedas, a composição dos seus mercados financeiros e a correlação vivenciada atualmente entre as taxas de câmbio e de juros internacionais hierarquizam esses países dentro do sistema internacional e limitam suas possibilidades de inserção externa. Já que a acumulação produtiva também está relacionada à acumulação financeira pelo ciclo de ativos, os circuitos de capitais destinados à periferia foram afetados. No período posterior à Segunda Guerra, a própria escolha do deslocamento do capital perpassava por interesses políticos e geopolíticos dos países centrais, sobretudo o *hegemon*, que podia tentar frustrar ou colaborar para o crescimento dos Estados conforme os seus interesses. Entretanto, a partir dos anos 1990, ocorre uma redivisão internacional do trabalho mediante a internacionalização das cadeias produtivas, que tem provocado um processo de emancipação entre os interesses das grandes empresas nacionais e dos seus Estados nascentes.

Neste capítulo, portanto, busca-se elucidar: a) quais são os fatores que determinam as posições dos países dentro da hierarquia econômica e de que maneira isso ocorre; b) como a lógica financeira tem afetado o setor produtivo e quais são as consequências dessa dinâmica para a divisão internacional do trabalho; c) como os interesses políticos e econômicos, além das relações estabelecidas com as grandes potências, sempre interferiram nas transferências de capital e como essa dinâmica foi modificada pela financeirização; d) analisar os prospectos das mudanças observadas no cenário político, principalmente no que diz respeito à ascensão chinesa, e suas respectivas repercussões na conjuntura econômica do capitalismo financeirizado.

2.1 A constituição da hierarquia econômica no padrão dólar flexível

No padrão dólar flexível, o sistema monetário e financeiro internacional foi ancorado em três premissas basilares: o dólar como moeda-chave, as taxas de câmbio flutuantes e a livre mobilidade dos fluxos de capitais. Segundo Carneiro (1999, 2007), essas premissas significam que o sistema é hierarquizado a partir de um núcleo preponderante – o dólar dos EUA –, que funciona como o epicentro da economia mundial ao determinar unilateralmente as taxas de juros e de câmbio referenciais, nas quais os demais países estão vinculados. Sendo assim, a

nova conformação pós-Bretton Woods influencia as posições dos países periféricos na hierarquia econômica a partir de três fatores, além do tradicional tamanho/peso das economias, a saber: a inconvertibilidade monetária, a interdependência entre as taxas de câmbio e de juros, e as características individuais dos mercados financeiros.

Dentro da hierarquia monetária, as moedas são subdivididas em três categorias, de acordo com o grau de convertibilidade: a moeda reserva (dólar), divisa que exerce plenamente as três funções da moeda – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor; as moedas convertíveis, emitidas pelos países centrais, que funcionam como unidade de conta e reserva de valor, mas de maneira secundária; e as moedas inconvertíveis, sem aceitação no âmbito internacional e sem cumprir nenhuma das funções monetárias clássicas, denominadas as moedas dos países periféricos e semiperiféricos (CARNEIRO, 1999, 2007). Neste sentido, como consequência do mau funcionamento como unidade de conta e reserva de valor, a periferia tem sua esfera financeira bloqueada pelo pecado original (*original sin*) – a incapacidade de emissão de dívidas na sua própria moeda dentro do mercado internacional – e suas respectivas implicações, bem como pela regra das taxas de juros, conforme será detalhado a seguir.

Devido à incapacidade de emitir dívidas nas suas moedas, os países periféricos são historicamente dependentes de fontes de financiamento externas, que utilizam o dólar como unidade de conta para a realização dos empréstimos. O problema, como destacado por Aldrich e Cardoso (2009), é que a capacidade de honrar compromissos e pagar as dívidas dependem do valor do PIB em termos de moeda-reserva, haja vista que variações tanto nos juros quanto no câmbio interferem nos seus valores. Em razão disso, os países periféricos relutam em aceitar as oscilações cambiais por terem impacto direto nos seus balanços patrimoniais, embora o regime vigente admita a flutuação. Em outras palavras, apesar da maioria dos países adotar *de jure* o câmbio flutuante, *de facto* as autoridades monetárias interferem diretamente nos mercados de câmbio para minimizar as variações (PRATES, 2007). Desse modo, para Prates (2007), no regime atual vigora uma flutuação suja, com bancos centrais intervindo de modo incisivo pelo medo de flutuar¹⁶, que

decorre, principalmente, de algumas características estruturais desses países [periféricos], associadas, em grande medida, à natureza não conversível de suas moedas, dentre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiros vis-à-vis esses fluxos; o “descasamento de moedas” (*currency mismatch*), associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira; o *pass-through* mais elevado das variações

¹⁶ *Fear of floating*, ou medo de flutuar, são termos de Calvo e Reinhart (2003) citados em Prates (2007).

cambiais aos preços; e a menor capacidade de ajuste do setor externo a essas variações, devido, por exemplo, à menor diversificação das pautas de exportação (PRATES, 2007, p. 3).

Entretanto, é importante frisar que, “se o governo tiver reputação de defensor da paridade cambial, induzirá os operadores de câmbio a apostar na sustentação da paridade sempre que ela se enfraqueça (EICHENGREEN, 1995, p. 56). Infelizmente, a má reputação e a falta de credibilidade dos países periféricos comprometem a consistência de suas políticas econômicas e ainda semeiam desconfiças sobre o comprometimento das autoridades monetárias quanto à estabilidade dos preços. Ao longo da história, a periferia sempre foi propensa a problemas de inflação e crises cambiais ou gêmeas – crises cambiais e financeiras simultaneamente – decorrentes da fraqueza de suas instituições fiscais e monetárias, além da ausência de progressos significativos na sua etapa financeira.

De acordo com Aldrichi e Cardoso (2009), é justamente por conta da fragilidade desses países que os poupadores são impelidos à conversão de sua riqueza em moedas que funcionem bem enquanto reserva de valor, a fim de salvaguardar seu poder de compra no futuro. Algumas autoridades monetárias permitem que os empréstimos e até os depósitos – como a Argentina durante o período de *currency board* (comitê monetário) – sejam realizados em moedas estrangeiras, o que, juntamente com a inaptidão de se endividar na sua própria moeda, expande o descasamento das moedas (*currency mismatch*), isto é, passivos denominados em moedas conversíveis e ativos/receitas denominados em moedas domésticas. Caso o descasamento seja disseminado para toda a economia,

uma depreciação da taxa de câmbio pode ter fortes efeitos sobre os balanços patrimoniais das famílias, bancos, empresas do setor não bancário, e governos, elevando em termos da moeda doméstica os passivos denominados em moeda estrangeira e aumentando o risco de *default* caso seus detentores não tenham receitas/ativos em moeda estrangeira ou alguma outra forma de *hedge* cambial. O conseqüente aumento no custo do serviço da dívida força as empresas a cortarem despesas correntes e investimentos e os bancos a racionarem o crédito em face do aprofundamento dos problemas de seleção adversa e de *moral hazard*, elevando o risco de crises financeiras. O governo, também debilitado financeiramente pela desvalorização cambial, se vê impedido de recorrer a políticas anticíclicas para enfrentar a recessão. A percepção do aumento das incertezas pelos investidores estrangeiros pode se traduzir na interrupção súbita do ingresso de capital, forçando uma nova depreciação da taxa de câmbio, e instaurando assim um processo vicioso que se auto-alimenta (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009, p. 66).

Além da incapacidade de emissão de dívidas nas suas moedas e seus respectivos desdobramentos, Carneiro (1999) salienta como a inconvertibilidade monetária ganhou mais destaque em virtude da crescente mobilidade de capitais, característica que estabeleceu uma regra de formação das taxas de juros prejudicial para a periferia. No mundo globalizado, tal

regra soma a taxa de juros do FED ao risco-país individual dos Estados, estabelecido pelas agências de avaliação de risco, além de também considerar a expectativa dos mercados em relação à instabilidade cambial. Então, para Carneiro (2007, p. 18), o teorema dos juros é dado pela função:

$$i = i^* + RS + VC, (1) \text{ onde: } i = \text{taxa de juros básica em moeda local; } i^* = \text{taxa de juros básica ou risco zero na moeda reserva; } RS = \text{prêmio de risco soberano em moeda reserva; } VC = \text{variação esperada da taxa de câmbio da moeda local, ante a moeda reserva.}$$

Como apontado por Carneiro (1999), é o núcleo do sistema que determina a taxa de juros referencial, que tende a ser inferior às outras taxas de juros por remunerar a moeda central, a divisa mais líquida e segura. À medida que se distancia do núcleo, as taxas de juros crescem, porque elas são formuladas através da taxa da moeda-chave adicionada ao risco país. As moedas mais afastadas do núcleo, portanto, por não gozarem de segurança e serem reservas de valor de baixa qualidade, somente são alvos de investimento pelos detentores de capitais se oferecerem prêmios maiores para retê-las. Dada a inexistência de controle de capitais, os países periféricos não conseguem fugir dessa regra e estabelecem patamares mais altos para as taxas de juros, pois a fixação delas abaixo do valor do mercado significa tanto queda na atração de capitais externos quanto fuga de capitais locais.

Para os países centrais, em contrapartida, o cenário é distinto em função do fluxo permanente de capital. Se um país de moeda conversível fixa sua taxa abaixo do valor do mercado, há saída de capitais e depreciação cambial. No entanto, quando o câmbio chega a um certo nível, torna-se interessante novamente migrar os capitais para esses países, visto que os preços dos ativos foram reduzidos graças à desvalorização monetária. Ou seja, nesses países, o fluxo de capitais produtivos e financeiros é ininterrupto, diferentemente do que ocorre nos países periféricos, sujeitos às fugas de capitais estrangeiros e domésticos em concomitância. Diante de reversões, há a possibilidade das desvalorizações na periferia se tornarem descontroladas, sem suscitar o retorno dos capitais mediante compras de ativos em massa por causa da crise de confiança generalizada. A rigor, é a trajetória histórica da periferia que põe em xeque seu compromisso com a estabilidade cambial e torna suas políticas monetárias pouco críveis, causando danos ao seu papel de receptor de capitais.

Essa regra das taxas de juros também influencia no método de financiamento dos países, dado que existem discrepâncias em relação ao volume e à forma de endividamento dos periféricos quando comparados aos centrais. No que toca ao volume, a disfunção diz respeito à intolerância à dívida (*debt intolerance*), designada como a inaptidão dos países periféricos de

gerenciarem os níveis de endividamento de modo similar aos avançados, como consequência tanto do histórico de desequilíbrios monetários e fiscais quanto pelo *default* da própria dívida pública (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009). Já o segundo aspecto, a forma de se endividar, está associado ao pecado original e ocasiona, conforme afirmado por Carneiro (2007), a indisponibilidade de financiamento de longo prazo através de créditos ou títulos denominados em moedas inconvertíveis.

O endividamento na periferia é em curto prazo e em moeda estrangeira, sendo seus títulos, em grande medida, pertencentes ao segmento *high yield*¹⁷ pela correlação existente entre a não conversibilidade da moeda e as classificações de risco no mercado internacional, bem como pela presença significativa desses países no *sub-investment graded*, conhecido como segmento sem classificação de risco (CARNEIRO, 2007). No quadro 2, observam-se as diferenciações entre os haveres atribuídos em moeda reserva em comparação àqueles em moeda local, de modo a elucidar os efeitos da inconvertibilidade.

Quadro 2
Mercados financeiros e moedas inconvertíveis

Prazo	Curto		Longo	
Mercado	Doméstico	Internacional	Doméstico	Internacional
Moeda Reserva ou Conversível	sim	sim	sim	sim
Moeda Doméstica Inconvertível	sim	não	não	não

Fonte: Carneiro, 2007, p. 17.

Segundo Carneiro (2007), não existem mercados de crédito e de títulos de longo prazo denominados em moedas inconvertíveis pela regra de formação da taxa de juros supracitada. A depender de quais moedas – dólar ou local – o título de dívida está vinculado, os prazos se alongam e as taxas de juros caem, como se verifica nos títulos denominados em moeda conversível. Assim, a maioria das obrigações é emitida em moeda reserva e padece do chamado risco de preço, uma vez que a indexação está subordinada às oscilações cambiais. Não obstante haja títulos emitidos em moeda local, geralmente isso ocorre em períodos específicos de maior liquidez, que, aliás, coincidem com os auges dos ciclos das finanças. Sob essa perspectiva,

¹⁷ *High yield* corresponde a uma classificação das obrigações internacionais considerada de alto risco, o que, consequentemente, oferece oportunidades superiores de rendimento. Segundo Carneiro (2007), esse segmento é mais sensível aos ciclos de liquidez internacional, contribuindo para a maior volatilidade do câmbio, e se assemelha ao mercado de *junk bonds* nos EUA, conhecido por comercializar títulos corporativos de pior qualidade.

conforme assinalado por Hermann (2004), o valor elevado da taxa de juros de curto prazo inviabiliza o desdobramento de prazos no sistema financeiro em razão do prêmio de risco excessivo, implícito nessa operação. Seu argumento principal é o de que a baixa atratividade dos ativos de longo prazo deve-se principalmente à concorrência dos ativos de curto prazo em particular dos títulos públicos de alta remuneração e liquidez. Assim, o elevado piso de juros do sistema financeiro doméstico, definido pelos títulos públicos, torna o custo do financiamento de longo prazo, tanto para o setor privado como público, proibitivo. Nessas circunstâncias, a ausência de um sistema de financiamento de longo prazo decorreria da impossibilidade de formação de uma curva de rendimentos (*Yield Curve*) cujo ponto inicial seria títulos de alta liquidez e rentabilidade (CARNEIRO, 2007, p. 19).

Em síntese, para o autor (2007), tanto a volatilidade quanto o alto nível das taxas de juros contribuem para a impossibilidade de se constituir uma curva de rendimentos para os títulos. Os papéis emitidos pela periferia até podem oferecer altos rendimentos, mas, por não desempenharem bem a função de reserva de valor, têm uma natureza residual e são abandonados durante momentos de preferência pela liquidez no mercado internacional (PRATES, 2005), o que lhes proporciona um caráter estritamente especulativo. Em consequência, os capitais utilizados para a aquisição dos títulos e obrigações dos países periféricos apresentam uma volatilidade maior e são mais vulneráveis às reversões abruptas resultantes dos ciclos de liquidez, porque eles são mobilizados consoante as preferências particulares dos investidores. É precisamente essa volatilidade, por sua vez, que acentua as variações da taxa de câmbio.

Na verdade, fugas de capitais são comuns em países periféricos devido às assimetrias financeiras elencadas por Prates (2005): os determinantes dos fluxos internacionais de capitais e a inserção marginal dos países nesses fluxos. Segundo a autora, por um lado, o volume e a direção dos capitais estão associados a fatores conjunturais e estruturais que são exógenos a esses países, tais como a configuração dos ciclos econômicos, a política monetária dos países centrais, e as decisões individuais de alocação dos proprietários de capital. Ademais, como os fluxos de investimento direto externo também foram afetados pela lógica especulativa da economia, as pressões nos mercados de câmbio por meio de operações de *hedge* aumentaram, posto que elas são mais lucrativas na periferia pelo maior risco de preço. Por outro lado, esses fluxos têm caráter seletivo, pois os mercados de derivativos e de ações periféricos não são tão líquidos ou profundos e ainda são mais vulneráveis aos choques financeiros. Então, ocorre uma maior concentração de investimentos no centro, já que os mercados são maiores e têm emissões de dívida em maior número, elementos que garantem uma captação de recursos superior.

Todavia, é importante frisar que os impactos dos fluxos nos países variam conforme a abertura financeira. Em países com restrição à livre migração de capital¹⁸, como é o caso da China e da Índia, a política monetária tem um grau maior de autonomia, porque diminui a instabilidade cambial decorrente das vicissitudes dos fluxos de capitais (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009). De fato, a situação dos países asiáticos diverge dos demais países da periferia no que tange à conversibilidade monetária. Como elencado por Carneiro (2007), os Estados asiáticos fogem à regra do segmento *high yield* pelo vasto número de reservas internacionais, acarretando na redução do risco de preço a partir da estabilização cambial, bem como pelo amplo superávit em conta corrente, responsável por minimizar o risco de crédito. Isso proporciona a esses países uma espécie de conversibilidade virtual¹⁹, que não lhes tira a incapacidade de emitir dívidas em suas moedas, mas garante que seus títulos de dívida não sejam considerados de alto rendimento nos mercados globais.

Em oposição, no caso brasileiro, a tendência do segmento permanece verdadeira. Devido ao risco de descasamento entre o custo da captação e a expectativa dos lucros proveniente das aplicações, surgiram operações de títulos de dívida por meio de taxas de juros ajustadas diariamente, as chamadas taxas *overnight*²⁰, a fim de exterminar os riscos de preço. Levando em consideração essas características, o financiamento de longo prazo no Brasil não se desenvolveu

como consequência da pouca efetividade da função reserva de valor da moeda local decorrente do pecado original e exacerbado por um passivo externo elevado e pelo baixo montante de reservas que determinaram a volatilidade da taxa de câmbio e ampliaram o patamar e a volatilidade das taxas de juros. A transmissão das características inerentes à inconvertibilidade aos mercados locais via taxa de juros elevadas e voláteis acentua o risco da atividade financeira por excelência, o desdobramento de prazo, levando a uma alta preferência pela liquidez. Ante os riscos decorrentes dessa configuração, o risco jurisdicional tem caráter secundário. Diante disso, pode-se também inferir que em economias com essas características só é possível desenvolver um sistema de financiamento de longo prazo mediante mecanismos de direcionamento do crédito (CARNEIRO, 2007, p. 20).

¹⁸ É importante ressaltar que impor restrições à conta de capital, a princípio, piora o balanço dos países por gerar desvalorização cambial e reduzir o ingresso de capital. Simultaneamente, os controles de capitais também têm implicações políticas, já que as operações em torno da compra e venda de dólar dos cidadãos devem ser justificadas para os governos, que avaliam a legitimidade das saídas de capitais. Viagens ao exterior e importações de vestuário, por exemplo, tornariam-se dependentes da aprovação das autoridades monetárias, desencadeando pressões políticas internas contra o governo.

¹⁹ Neste sentido, a conversibilidade virtual se refere à possibilidade de conversão imediata das suas moedas em dólares, dado o grande montante de receitas nos países asiáticos.

²⁰ De acordo com as informações retiradas diretamente do site oficial do Banco Central do Brasil, a taxa do *overnight* “é a taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no Selic, na forma de operações compromissadas”. Transações remuneradas por essas taxas foram muito comuns no Brasil durante os anos 1990, como uma tentativa de fugir da inflação alta. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/txselic_p.htm>. Acesso em: 28/03/2017.

Logo, pelas moedas da periferia não exercerem plenamente o caráter de representação geral da riqueza, os processos “de acumulação e concentração do capital, nessa moeda, está restrito aos processos produtivos enquanto aqueles processos de concentração que ocorrem na esfera financeira, por meio da centralização, encontram-se bloqueados” (CARNEIRO, 2007, p. 23). A má qualidade das moedas periféricas estimula a flutuação dos preços dos ativos frente ao dólar, fator que implica, por seu turno, na fragilidade dos seus mercados acionários e de emissões de dívida. Se porventura esses países conseguissem desenvolver seus mercados para que eles se tornassem mais profundos, a magnitude de papéis comercializados seria ampliada, e os investidores estariam aptos a diversificar seus portfólios e minimizar seus riscos, sem se preocupar com a correlação dos preços dos ativos (PRATES, 2005). Infelizmente, dada a conjuntura atual de livre ingresso de capitais, não parece provável que os países periféricos consigam reestruturar suas posições dentro da hierarquia econômica e reverter essa dinâmica assimétrica, salvo se eles impuserem barreiras à entrada de capitais. Aldrighi e Cardoso (2009, p. 71) advogam que

a abertura da conta de capital deve ser precedida por reformas nas esferas monetárias e fiscais que assegurem o equilíbrio macroeconômico, pelo fortalecimento da regulamentação e da supervisão dos mercados financeiros, incluindo a melhora na governança corporativa, e pela liberalização comercial. Satisfeitas essas exigências, a liberalização nos fluxos de capital deve ser iniciada nos investimentos estrangeiros diretos e nos investimentos de portfólio em capital (formas de capital externo com baixa probabilidade de *default*, pois envolvem obrigações financeiras externas mais vinculadas ao ciclo econômico), avançar em seguida para os mercados de títulos de dívida e, por último, para a captação bancária *offshore*. A cautela com a liberalização externa do setor bancário deve-se à facilidade com que os bancos domésticos podem tomar empréstimos no exterior em épocas de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e a incentivos para o endividamento excessivo [...].

De modo geral, os países periféricos não seguiram esse receituário, o que fomentou várias das crises financeiras e instabilidades no balanço de pagamentos que marcaram a periferia desde o início da liberalização financeira. Em decorrência dessa dinâmica, o raio de manobra dos países periféricos foi restringido, uma vez que, como exposto por Prates (2005), esses países não podem realizar políticas anticíclicas²¹ para minimizar os efeitos negativos dos fluxos de capitais especulativos na gestão de sua economia doméstica. Obviamente, é o país emissor da moeda-chave que tem maior autonomia do manejo da sua política monetária e, diante do padrão dólar flexível, essa autonomia é praticamente irrestrita em virtude do caráter fiduciário do equivalente geral (PRATES, 2005). Porém, aos países centrais também é

²¹ Políticas econômicas anticíclicas são conhecidas na literatura econômica como quaisquer ações desenvolvidas em âmbito governamental que visem à reversão dos ciclos da economia.

concedida maior liberdade pela natureza conversível de suas moedas, assegurando, assim, que eles possam se utilizar da política monetária para atuar no desempenho do ciclo econômico.

Em suma, dentro da hierarquia monetária, a moeda-chave não tem risco de preço diante de si mesma, não tem risco de crédito, emite títulos e haveres com riscos considerados nulos no mercado internacional e nem sequer experimenta os riscos de mercado, já que o estadunidense é considerado o mais sofisticado e líquido mercado do mundo, ao passo que as demais moedas são acometidas pelos risco-país, risco de crédito e risco de preço, dependente da expectativa dos agentes acerca da flutuação do câmbio (CARNEIRO, 2007). Essa dinâmica é atenuada no centro porque, em primeiro lugar, o poder dos países centrais implica na conversibilidade de suas moedas, elemento que torna seus títulos financiados em moedas nacionais plenamente solvíveis (AGLIETTA, 2004); e, em segundo lugar, porque o papel de defensor da paridade cambial comprovado ao longo da história sustenta a reputação e a credibilidade desses países, de modo que seus riscos-país, de crédito e de preço sejam abrandados.

Além disso, para Prates (2006), a abertura financeira evidenciou os problemas estruturais dos mercados periféricos secundários – a carência de profundidade e de ativos considerados de qualidade – e contribuiu para a piora da competitividade dos seus mercados primários, ainda mais marginalizados pelos circuitos de capitais especulativos. A autora afirma também que a inconvertibilidade monetária contamina os mercados financeiros desses países pela predisposição à dolarização, em função do descasamento entre as moedas. Via de regra, o comportamento dos bancos e dos investidores favorecem essa tendência, posto que os bancos se esforçam para evitar esse descasamento através do repasse das operações na mesma moeda em que as operações são interceptadas ou da indexação cambial, e os investidores, mesmo os nacionais, preferem manter sua riqueza em dólar. Dadas as circunstâncias, a dolarização “aumenta a vulnerabilidade dos países emergentes às crises gêmeas, pois acentua os *feedbacks* entre fragilidade cambial e bancária, associados igualmente ao endividamento externo em moeda estrangeira” (PRATES, 2005, p. 280).

Sob essa ótica, instaurou-se uma dinâmica que perturba os países periféricos no gerenciamento da política doméstica, cuja principal consequência é a imposição de limitações à autonomia deles. O sucesso da política cambial, por exemplo, tem se submetido às expectativas dos agentes privados, que são impulsionados pelos lucros acima de tudo. Com a financeirização, esses lucros não estão atrelados aos capitais produtivos – atualmente, mais restritos aos seus países de origem, isto é, os centrais, já que eles detêm espaços mais vantajosos para as suas valorizações financeiras (PRATES, 2005) –, mas sim correlacionados às *securities*

e às apostas sobre as taxas de câmbio e de juros. Neste sentido, os objetivos da política cambial, como o controle da inflação, a ampliação da competitividade, a estabilidade financeira e a redução da vulnerabilidade externa (PRATES, 2007), tornaram-se difíceis de serem alcançados pela lógica comportada na economia nos dias de hoje.

As taxas de juros se tornaram o mecanismo empregado pelos países periféricos para enfrentar ataques especulativos contra o câmbio e para evitar a saída dos capitais, mas, dada a configuração do sistema internacional, tornou-se penoso para os bancos centrais defenderem suas moedas apenas mediante o aumento dos juros. Em contrapartida, a alta dos juros também tem efeitos negativos sob a lógica interna por dificultar a discriminação dos que demandam crédito, o que pode gerar uma contração da oferta pela seleção equivocada e, conseqüentemente, desacelerar a produção e o investimento (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009), e também porque, para compensar os juros altos, os proprietários de capital buscam reduzir seus custos através da contenção dos salários (MOLLO, 2011). Ou seja, altas taxas de juros restringem o crescimento e o emprego.

“Assim, tanto o aumento na taxa de juros como a desvalorização da taxa de câmbio, por afetarem os balanços patrimoniais do setor financeiro e do setor não financeiro, podem deflagrar crises financeiras” (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009, p. 67). Isso é ainda mais verdadeiro pela financeirização da economia, que amplia as operações em torno do capital fictício e intensifica os efeitos de contágio entre os mercados internacionais. Como os elementos para enfrentar as crises e as turbulências tanto internas quanto externas – vide as taxas de câmbio e de juros diante da concentração de capitais especulativos – se tornaram os mesmos que colaboram para as crises na conjuntura corrente, as autoridades monetárias periféricas têm um quadro complexo para solucionar. De todo modo, é preciso compreender como os três fatores relacionados – a inconvertibilidade monetária, a interdependência entre as taxas e a atração dos mercados financeiros –, dentro da conjuntura do sistema internacional vigente, constituem um tipo de ciclo impossível de ser negligenciado pelos países periféricos.

O ponto central é que se estabeleceu uma lógica prejudicial externa para os países periféricos, que atrapalham a sua dinâmica interna numa espécie de reação em cadeia perversa:

- 1) a interdependência das taxas de juros e de câmbio, além da ausência de barreiras ao livre ingresso de capital, constroem o raio de manobra dos países periféricos e exacerbam as suas delimitações associadas à inconvertibilidade de suas moedas e à atração incipiente dos seus mercados;

- 2) essas assimetrias monetárias (incapacidade de emissão de dívida na sua própria moeda, dificuldade de gerenciar os seus níveis de endividamento e o descasamento das moedas nos seus balanços) e financeiras (determinantes exógenos da mobilidade dos capitais e a inserção seletiva dos países nessa migração), por sua vez, marginalizam a periferia em relação aos fluxos de capitais externos, sobretudo diante da financeirização, o que ocasiona pressões no câmbio e expande a volatilidade em torno da sua cotação pela especulação constante;
- 3) tais ataques especulativos geram um salto quantitativo no capital fictício e potencializam os efeitos de contágios nos demais mercados e nos demais capitais (creditício e produtivo);
- 4) essa tendência da especulação desestabilizadora é difícil de ser controlada somente aumentando a taxa de juros, fator que deixa esses países mais vulneráveis às idiosincrasias externas e diminui a possibilidade deles conseguirem ter êxito nos seus objetivos macroeconômicos;
- 5) a incapacidade dos países periféricos de alcançarem essas metas deteriora suas posições dentro da hierarquia econômica, contribuindo de modo desfavorável para a reputação e a credibilidade da periferia no mercado internacional.

Então, dentro do padrão dólar-flexível, os países periféricos estão subordinados a uma dinâmica brutal, que interfere diretamente no seu desenvolvimento. A ligação entre as taxas de câmbio e de juros, juntamente com a ausência de barreiras ao ingresso de capital, intensificaram a situação desses países dentro da hierarquia econômica e restringiram fortemente sua autonomia, especialmente porque a liberalização da conta de capital ocorreu precocemente. Estabeleceu-se, portanto, uma lógica no interior da economia internacional na qual esses países não têm o menor controle, a despeito de sua participação nela. Como a atração desses Estados ao capital externo é limitada pelas assimetrias citadas anteriormente, a perpetuação da marginalização dos países periféricos é assegurada. Na atual configuração do sistema monetário e financeiro internacional, as possibilidades de inserção e de desenvolvimento da periferia estão comprometidas.

2.2 As relações entre centro/semiperiferia/periferia diante dos ciclos das finanças

O ponto de partida para se compreender como funciona a financeirização corresponde à formulação fictícia dos preços nos mercados financeiros. Segundo Carneiro (1999), existem ativos tangíveis, que têm seus valores estabelecidos consoante um custo de produção e por conta

disto apresentam limites na sua valorização, e os ativos intangíveis, com valores calculados tão somente pela capitalização fornecida pelos circuitos de rendimentos, característica que propicia à sua valorização um caráter elástico. Isso significa que a fixação do valor dos ativos tangíveis se dá pelo custo de reposição ou de produção (preço de oferta) e pela expectativa da capitalização dos rendimentos (preço da demanda), enquanto os ativos intangíveis não têm nenhuma base de comparação, pois o custo de produção inexistente.

Como os ativos intangíveis necessitam apenas de um preço inicial para que o processo de capitalização seja realizado, seus valores podem flutuar constantemente de acordo com as modificações da oferta e da demanda na economia, contanto que haja uma taxa de juros lhes proporcionando lucratividade. Neste sentido, as valorizações fictícias são viabilizadas pela oferta de crédito, porque ela aumenta a procura pelos ativos intangíveis e, por conseguinte, eleva os preços desses ativos momentaneamente pelo surgimento de uma demanda inesperada adicional. Os investidores, por sua vez, decidem comprar os ativos intangíveis pela comparação “entre a taxa de retorno esperada implícita na variação de preços dos ativos vis-à-vis a taxa de juros à qual se obtém financiamento para efetuar a compra” (CARNEIRO, 1999, p. 59). Ao perceber essa dinâmica, nota-se que a acumulação produtiva é condicionada pela acumulação financeira por meio do ciclo de ativos, pormenorizado a partir de Carneiro (1999) a seguir.

Inicialmente, amplia-se o poder de compra pela expansão do crédito bancário, etapa considerada comum nos processos cíclicos. Todavia, a liberalização financeira aprofundou os mercados de ativos intangíveis ao lhes conceder maior liquidez e diminuir os riscos de mercado, provocando uma inovação: que grande parte do crédito também fosse canalizada para a compra de ativos mobiliários e imobiliários. Já que a oferta dos títulos em relação aos direitos sobre a propriedade e a renda, como é o caso dos ativos mobiliários e imobiliários, é inelástica no curto prazo, ocorre um *boom* nos preços desses ativos pelo aumento da demanda. Esse *boom* irá afetar as decisões sobre consumo e investimento, uma vez que a liberalização financeira expandiu a magnitude dos ativos financeiros no patrimônio de todos os agentes econômicos, inclusive da família e das empresas.

Por um lado, no tocante às famílias, a consequência dessa dinâmica é o descolamento entre os gastos e a renda, dado que o consumo passa a se vincular às possibilidades de riqueza produzidas na esfera financeira, sem que a renda necessariamente tenha crescido. Ou seja, as famílias consomem mais porque se sentem mais ricas pelas valorizações fictícias observadas nos preços dos ativos intangíveis e, do ponto de vista financeiro, elas efetivamente estão. De forma contrária, se as famílias se sentirem mais pobres, elas vão poupar mais, a fim de tentar

alcançar os níveis de riqueza que elas detinham antes de consumir tanto. Sob essa perspectiva, a queda do valor dos ativos reduz o consumo sem que também haja uma relação direta com a renda, sendo apenas um desdobramento do sentimento das famílias acerca da sua riqueza.

Por outro lado, para as empresas, um aumento no preço dos ativos modifica a relação existente entre os ativos totais e as dívidas, fator que ocasiona uma expansão nos níveis de endividamento e, conseqüentemente, aumenta os gastos na produção e na acumulação de capital. Adversamente, se a valorização dos ativos é aquém daquela esperada, a relação entre os ativos totais e as dívidas é comprometida, além dos gastos quanto ao processo de acumulação serem contraídos. O problema é que

os mecanismos de aumento de gastos induzido (sic) por crescimento da riqueza financeira são potenciados pelo crédito. Um aumento do valor dos ativos de propriedade das empresas permite o seu uso como colateral possibilitando um maior endividamento junto aos bancos para gastos, incluindo a compra de ativos financeiros, exacerbando o movimento inicial e alimentando o ciclo de valorização (CARNEIRO, 1999, p.60).

Sendo assim, conforme salientado pelo autor, o ciclo de ativos influencia os gastos tanto pela propensão ao endividamento das empresas quanto pela propensão a consumir das famílias, ambas decisões que serão tomadas a partir das expectativas em relação à variação dos preços, bem como pelo patamar da taxa de juros na qual os agentes se financiam para comprar os ativos intangíveis. Com o capitalismo financeirizado, o que está em jogo agora é “como a expectativa de valorização excede ou é excedida pela taxa de juros, pois é em função dessas considerações que o mercado torna-se comprador ou vendedor desencadeando o ciclo de preços dos ativos” (CARNEIRO, 1999, p. 60). Então, no contexto de finanças liberalizadas, os ativos não são comprados tendo em conta os rendimentos passíveis de serem alcançados no longo prazo, mas com o intuito de se obter ganhos patrimoniais, baseados numa lógica puramente especulativa.

Para ilustrar esse cenário das valorizações fictícias, pode-se utilizar a crise do *subprime* em 2008. No início dos anos 2000, os juros estavam baixos e o FED, após as crises do *pontocom* e dos ataques terroristas de 11/09, tinha injetado recursos para estabilizar o mercado. Como existia uma abundância de crédito, os bancos realizaram várias hipotecas para clientes considerados de alto risco, lastreadas em títulos de dívida para reduzir o risco desses bancos, isto é, securitizadas. As famílias, por seu turno, financiavam os imóveis através das hipotecas e, quando o prazo de carência expirava, não pagavam as dívidas e renovavam os seus empréstimos hipotecários, uma vez que as taxas de juros continuavam baixas e as condições no mercado imobiliário continuavam favoráveis. Graças a essa dinâmica em torno das hipotecas,

os preços dos imóveis estavam inflacionados e os negócios da construção civil se tornaram altamente rentáveis no momento anterior à crise, atraindo grandes volumes de investimento.

Para as famílias, a troca dos empréstimos era vantajosa porque o imóvel poderia ter se valorizado pelas condições especulativas no mercado imobiliário, além de existir a possibilidade do valor das prestações ser reduzido pela indexação a uma taxa de juros ainda mais baixa. Ou seja, as renegociações das hipotecas acarretavam na “troca com troco”, com os credores recebendo dinheiro pela valorização do imóvel, que poderia ser usado tanto para a liquidação das suas dívidas hipotecárias como para os gastos ocasionais das famílias (TEIXEIRA FILHO, 2009). Porém, à medida que as taxas de juros dos EUA aumentavam, os indivíduos não conseguiam mais renovar seus empréstimos hipotecários e começaram as inadimplências. Quando o período de deflação nos preços dos imóveis se iniciou, a especulação foi suspensa e o ciclo imobiliário expansionista desmoronou.

Mollo (2011) aponta que as perdas nos mercados financeiro, a despeito de sua natureza fictícia, são transmitidas para a economia real através do capital creditício. Elas significam tanto quedas de demanda parcialmente direcionadas para a produção como dívidas que não foram cobertas, o que fomenta quebras no sistema bancário e obriga os devedores a venderem seus ativos, provocando ondas maciças de deflação dos ativos. Ademais, elas também desencadeiam o desemprego pela interrupção dos investimentos, com os negócios sendo afetados de forma negativa pelo cancelamento de maquinários e insumos. Dessa forma, a crise de 2008 esteve relacionada à ausência de processos geradores de renda – lucros e salários provenientes da produção – que sustentassem as compras dos ativos. Se a renda se estagna ou cresce pouco, a demanda e os preços dos títulos e das ações caem, já que não houve a procura necessária à manutenção da valorização fictícia do capital. A produção, portanto, precisa crescer em níveis semelhantes às finanças para que não falem recursos que forneçam os ganhos fictícios.

Logo, o que deve ser frisado acerca da crise de 2008 são dois fatos: os impactos da dinâmica financeira sobre os preços dos imóveis e como a interrupção das expectativas quanto às valorizações foram suficientes para interromper a produção. No capitalismo em voga, as finanças se estabeleceram como o tipo de capital predominante e mais rentável, inclusive para as grandes corporações. Essa proeminência das finanças modificou a lógica por trás dos investimentos produtivos, escolhidos levando em consideração as possibilidades de lucro fornecidas pelo setor financeiro. São os níveis de preços dos ativos da economia real no mercado financeiro, como as *commodities*, os imóveis e outros bens, que determinam a lucratividade dos investimentos produtivos e direcionam seus fluxos, conforme observado na

crise do *subprime*. Além disso, com a financeirização, as próprias empresas também passaram a ser avaliadas a partir da ótica financeira, precisamente a partir da cotação de suas ações. Quaisquer quedas nos valores das ações podem semear desconfianças, gerando para as empresas, por exemplo, dificuldades em conseguir financiamento.

De acordo com Medeiros (2013), foi a afirmação do neoliberalismo enquanto doutrina dominante que tornou possível o processo de emancipação das grandes corporações em relação aos seus Estados nos anos 1990, além da consequente inserção delas na lógica financeira. A pressão socioeconômica forte em prol tanto de conceder maior poder ao capital financeiro como de uma maior autonomia empresarial levou à internacionalização das cadeias produtivas pelas empresas transnacionais, de modo que as *global commodity chains* (cadeias globais de *commodities*) – especialmente as de bens de consumo industriais – ressignificassem a divisão internacional do trabalho. A coordenação industrial foi deslocada do seu setor produtivo integrado domesticamente para as empresas e suas redes de fornecedores, com as estruturas nacionais produtivas dos países e seus respectivos graus de industrialização sendo afetados diretamente. Foi “o corolário da revolução tecnológica baseada na informação e telecomunicação, da redução dos custos de transporte e da abertura comercial e financeira” (MEDEIROS, 2013, p. 96) que proporcionou a redivisão internacional do trabalho e,

nas novas condições criadas pelas transformações dos anos 1990, a assimetria [...] [dessa divisão] passou a se dar pelo maior ou menor controle sobre as cadeias produtivas, e o domínio sobre as tecnologias-chaves passou a definir a posição dos países centrais. A estratégia da empresa não mais se confundia com a dos sistemas nacionais e a sua internacionalização, isto é, a sua inserção na cadeia produtiva é que se afirmou como sua principal estratégia de acumulação. Do ponto de vista da empresa, a dimensão financeira dessa estratégia foi a maior dependência da alavancagem junto ao sistema financeiro internacional. Do ponto de vista macroeconômico, a internacionalização financeira levou a crescente descolamento das finanças (globalizadas) em relação às atividades industriais (territorializadas), sobretudo pela perda de controle dos Estados sobre a taxa real de câmbio (MEDEIROS, 2013, p. 99).

A divisão internacional do trabalho, assim, é afetada pela financeirização ao comprometer que os fluxos de capitais das grandes corporações estejam também dentro dos ciclos das finanças, o que desestimula investimentos produtivos de longo prazo que contemplem o desenvolvimento econômico e ocasiona desindustrialização precoce nos países periféricos. Na conjuntura atual de desregulamentação e domínio das finanças, a concorrência é acirrada e exige que os lucros sejam rápidos, mais fáceis de serem obtidos pelas operações especulativas do que pelas operações produtivas (MOLLO, 2011). Em função dessa dinâmica, nota-se uma estagnação no crescimento econômico mundial, visto que o processo produtivo tem sido largamente comandado pela esfera financeira.

2.3 A financeirização e a concorrência interestatal

Como já abordado anteriormente, os países centrais estabelecem uma relação simbiótica com o capital do núcleo orgânico não somente como um reflexo do seu poder político, mas porque, ao longo da história, essa relação já foi desenvolvida, de modo a lhes proporcionar uma capacidade superior de reter/atrair esse capital à capacidade dos periféricos (ARRIGHI, 1997). Diante da financeirização, instaura-se uma questão ainda mais problemática em relação à atração da periferia aos capitais externos pelas assimetrias financeiras já exemplificadas na subseção 2.1 deste capítulo: os fluxos de capitais são determinados a partir de variáveis que independem dos países periféricos – preferência pela liquidez, política monetária dos países centrais e as decisões particulares dos investidores – e os capitais mobilizados para os mercados periféricos são geralmente fluxos especulativos, que mais desestabilizam do que colaboram para o crescimento da periferia.

De acordo com Kregel (1996), o ponto central é que, com o domínio do setor financeiro, as decisões acerca da produção global são tomadas para maximizar o retorno para os acionistas das empresas transnacionais, e não para “produzir movimentos de bens e serviços e ativos financeiros compatíveis com a estabilidade e o equilíbrio do balanço financeiro de um país” (KREGEL, 1996, p. 34). A integração financeira complexificou as relações entre os países e prejudica as metas nacionais porque na medida em que se amplia a interdependência, aumenta-se o risco de incompatibilidade entre as políticas monetárias e financeiras desenvolvidas no sistema. Dessa maneira, torna-se difícil realizar políticas macroeconômicas sem levar em conta o que os demais países estão fazendo pelo risco de assimetria de ajuste, isto é, que os prejuízos sejam transferidos para os países mais fracos dentro da cadeia econômica: os periféricos.

Essa tendência é notória, por exemplo, na chamada guerra monetária experimentada em 2010 devido às políticas não convencionais para afastar a deflação e estimular a economia ensejadas pelo FED. Eichengreen (2013) afirma que essas políticas foram alvos de crítica pelo Brasil e os demais países periféricos por se assimilarem às políticas que buscavam estimular a competitividade de um país e diminuir a do outro (*beggar thy neighbour*), empregadas em meados dos anos 1930. Seus impactos nos países periféricos ocorriam via migração abrupta dos fluxos de capitais, que afetava a competitividade pela valorização das moedas e dos ativos, além de também provocar a inflação. Pela vinculação presente entre as moedas de todas as economias, quando o dólar é desvalorizado, países como os da zona do euro, a China e o Japão têm capacidade de desvalorizar suas moedas para compensar, e essa ação acaba forçando que as moedas mais vulneráveis do sistema, aquelas pertencentes à periferia, valorizem-se.

Na realidade, ao observar as regras do padrão-ouro e de Bretton Woods listadas por Eichengreen (2000), percebe-se que a periferia sempre esteve um pouco à parte das normas e padrões estabelecidos, elementos que deixavam os países centrais menos inclinados a prestarem apoio aos países periféricos, pois, apesar de existir a possibilidade de contágio nos concertos monetários engendrados ao longo da história, os problemas da periferia geralmente não colocavam em risco a estabilidade do sistema. Tal afastamento dos países periféricos ocorreu sempre pela dificuldade de seguir à risca as normas desses arranjos, seja porque suas políticas monetárias não eram sólidas, seja pela inaptidão de conter as pressões de mercado. Todavia, nos padrões anteriores os países periféricos poderiam desobedecer às regras, como suspender a conversibilidade momentaneamente durante o padrão-ouro ou realizar frequentemente ajustes no suposto câmbio fixo de Bretton Woods, embora eles arcassem com os custos dessas decisões sobre a credibilidade. Em princípio, na conjuntura vigente, essa opção não está colocada, salvo se eles impuserem restrições à conta de capital.

A liberalização financeira é paradoxal. Comparada aos demais sistemas monetários estabelecidos historicamente, o câmbio flutuante e a livre circulação de capitais garantem maior liberdade aos países do sistema internacional, mas essa noção de liberdade é limitada pela correlação impossível de ser negligenciada entre as taxas de câmbio e de juros. Não há como os países periféricos fugirem dessa vinculação e, mesmo o sistema admitindo as oscilações cambiais, elas são evitadas porque o câmbio flutuante envolve incerteza, confusão, cálculo e custos de transação (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Ainda que haja a possibilidade de controle sobre a conta de capital, esta escolha traz uma série de malefícios sob o ponto de vista interno e político, dado que gera pressões dos cidadãos contra o governo. Assim, dentro do cálculo de custos e benefícios das autoridades governamentais, por vezes é melhor ter sua autonomia econômica restringida e abdicar voluntariamente do comando sobre a conta de capital.

A rigor, “a inserção dos países neste processo de globalização foi hierarquizada e assimétrica” (BELLUZZO, 1997, p. 187). Segundo Belluzzo (1997, p. 186), ao reafirmar sua economia, os estadunidenses estimularam o *boom* dos mercados financeiros primeiro por meio do crédito bancário, para, em seguida, investirem na expansão da finança direta, de modo a subordinar os países “à tirania das expectativas volúveis”. Todas as economias nacionais estão sujeitas à instabilidade dessas expectativas, mas os países de moeda fraca e com passados monetários tumultuados (vide periféricos), em particular, têm suas políticas fiscais restringidas pela ampliação das operações financeiras nos orçamentos governamentais e devem pagar

prêmios de risco maiores para que seus déficits em conta corrente sejam financiados. No contexto de liberalização das finanças, os mercados de capitais internacionais se tornaram responsáveis pela avaliação das condições necessárias aos novos projetos de investimento. Entretanto, “a obsessão pela liquidez e pelo curto prazo não tem sido boa conselheira na escolha destes projetos” (BELLUZZO, 1997, p. 191) e, por isso, a acumulação produtiva está sendo financeirizada.

Em tese, o capital migra em consonância com as oportunidades fornecidas para a sua valorização e no capitalismo financeirizado isso não é diferente. Na trajetória histórica, o interesse do capital também sempre foi o interesse dos Estados e dos seus campeões nacionais, ou seja, as suas grandes empresas com atuação externa. Tradicionalmente, as questões políticas e geopolíticas importam para o interesse e a consequente mobilidade do capital, além de contribuírem para moldar o crescimento dos países dentro da hierarquia econômica. Em razão disso, tanto a relação estreita estabelecida com o centro como a serventia dos países para o *hegemon* geralmente determinaram a migração dos capitais para regiões semiperiféricas/periféricas e interferiram no seu desenvolvimento. No capitalismo financeirizado, porém, essa perspectiva foi complexificada.

A fim de exemplificar como a política e a geopolítica sempre determinaram as migrações do capital, pode-se utilizar o período subsequente à Segunda Guerra Mundial. Os Estados Unidos enviaram um grande montante de capitais para a Europa por meio do Plano Marshall e dos euromercados, bem como para o Japão, de modo que esses países conseguissem se reconstruir após o conflito. Obviamente, isso não se tratou de uma ação altruísta dos estadunidenses, pois os fluxos comerciais e financeiros provenientes da Europa e do Japão eram necessários para a absorção da sua produção e de seus capitais excedentes. Ademais, era imprescindível conter a ameaça iminente comunista que colocava em risco o futuro do capitalismo mundial. Através da ajuda prestada, os EUA garantiram a fidelidade desses países ao capitalismo, além da permissão de construir inúmeras bases militares no território europeu e japonês, considerada uma estratégia fundamental para a perpetuação do seu poderio.

Da mesma forma, foi a geopolítica da Guerra Fria que proporcionou o crescimento dos quatro tigres asiáticos – Coreia do Sul, Taiwan, Hong Kong e Cingapura – e da China. Segundo Ho-Fung (2011), como o Japão e os quatro tigres eram aliados considerados muito importantes para os interesses estadunidenses no continente asiático, os Estados Unidos optaram por fornecer “apoio financeiro e militar abundantes para disparar e dirigir o crescimento industrial [desses países], ao mesmo tempo que mantinha o mercado americano e o europeu escancarados

para os produtos manufaturados asiáticos” (HO-FUNG, 2011, p. 19), fator que garantiu os milagres econômicos dos tigres asiáticos e que eles financiassem os déficits gêmeos dos EUA. No caso específico da Coreia do Sul, como frisado por Laplane *et alli* (2013), a ajuda dos Estados Unidos foi de extrema relevância para a sua primeira etapa de desenvolvimento econômico (1953-1961) por auxiliar o país nas reformas estruturais – reforma agrária e privatizações de empresas e bancos estatais – e por fornecer uma série de divisas, mediante as doações alimentares, as despesas militares e o financiamento para a importação de equipamentos.

Durante a crise sul-coreana na década de 1970, por sua vez, os capitais para dar continuidade ao processo de desenvolvimento vieram do Japão através de ajuda bancária, formação de parcerias industriais, e importação ou compartilhamento de *know-how*. Novamente, nada disso ocorreu de forma desinteressada. A aliança entre Estados Unidos e Coreia do Sul surgiu pela Guerra da Coreia (1950-1953), disputa entre estadunidenses (Coreia do Sul) e soviéticos (Coreia do Norte) por zonas de influência no âmbito da Guerra Fria. Conforme ocorrido na Europa e no Japão, houve um aumento da presença militar estadunidense no solo sul-coreano, elemento que atualmente mantém a Coreia do Norte sob vigilância, por exemplo. No que concerne ao Japão, Laplane *et alli* (2013, p. 526) ressaltam que

a parceria [sul-coreana] era um bom negócio também para os japoneses, no contexto da desvalorização orquestrada do dólar que se seguiu ao acordo do Plaza e à decorrente sobrevalorização do iene (período 1985-1989). O deslocamento de plataformas produtivas para outros países da Ásia ou produção em regime do OEM [*Original Equipment Manufacturer* ou fabricante original de equipamento] fez parte da estratégia de grandes empresas japonesas. A parceria comercial entre os dois países também era importante para ambos: a Coreia do Sul importava bens de capital e produtos tecnologicamente sofisticados do Japão (o que resultava num forte déficit daquele em relação a este) e supria o Japão com insumos intermediários energético-intensivos (petroquímicos, metais não ferrosos, produtos siderúrgicos, papel). O déficit vis-à-vis o Japão foi, ao longo dessa década, sendo compensado por um superávit vis-à-vis os Estados Unidos – target, nesse período, da política de exportação coreana (COUTINHO, 1999, p. 366-367).

Dos países asiáticos, o caso chinês é considerado o mais controverso. As relações sino-estadunidenses foram reatadas também no contexto da Guerra Fria, sob rumores de uma possível invasão soviética em território chinês (KISSINGER, 2011). Como era imprescindível para os Estados Unidos conter o avanço japonês na Ásia, a inserção da China foi apoiada pelos estadunidenses, que permitiram, por exemplo, a participação chinesa no Conselho de Segurança da ONU em 1971. No entanto, após uma série de reformas, a China foi apresentando ritmos de crescimento vultosos, que tornaram as suas zonas econômicas exclusivas grandes receptoras de

investimentos advindos do Hong Kong, Taiwan, Japão²² e, posteriormente, dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), com um grande esforço chinês para a captação da tecnologia (MEDEIROS, 2013). De maneira surpreendente, o processo de desenvolvimento chinês conduzido pelo Estado conseguiu transformar a China na “montadora final e plataforma de exportação da rede produtiva do Leste Asiático” (HO-FUNG, 2011, p. 35), além de atualmente ser a segunda maior economia do mundo.

Evidentemente, quando os Estados Unidos decidiram reconhecer a política da China única e reintroduzir o Estado chinês no cenário internacional, não imaginaram que o país se converteria na potência que atualmente rivaliza com o seu poder. E o mais impressionante: esse desenvolvimento aconteceu apesar da atuação dos EUA, uma vez que os estadunidenses deram apenas o impulso inicial, não exercendo o mesmo tipo de influência observada na trajetória dos demais países asiáticos, qual seja, a de financiar diretamente o crescimento econômico. De todo modo, embora exista um furor em relação a uma transição hegemônica, a China ainda é uma economia emergente e a fonte subserviente tanto de crédito barato como de importações a baixo custo dos Estados Unidos (HO-FUNG, 2011). Sendo assim, ainda há com um longo caminho a ser trilhado para que a China se torne a nova potência do sistema internacional.

Em resumo, a liderança japonesa no caso dos países asiáticos, bem como a convivência dos EUA em relação ao desenvolvimento desses países, foram determinantes para o sucesso das suas trajetórias de crescimento (PALMA, 1999). Na contramão desse processo, nem os países latino-americanos nem os africanos foram alvos de parcerias com a hegemonia do sistema, ou mesmo com os demais países do centro, que visassem o desenvolvimento. As migrações de capitais produtivos que contemplam o desenvolvimento sempre foram escassas para essas regiões, marginalizadas historicamente por não serem consideradas zonas estratégicas para as grandes potências. Grosso modo, no caso específico da América Latina, ainda existe a variável proximidade/concorrência com a hegemonia, visto que a pauta de exportação desses países consiste em produtos primários e o setor agrícola estadunidense poderia ter perdas pela abertura dos mercados latino-americanos (PALMA, 1999).

De fato, a proximidade com a hegemonia criou mais restrições do que oportunidades. Segundo Bielschowsky *et alli* (2013), o próprio México precisou adequar sua estrutura industrial, atrofiando segmentos estratégicos, como o de bens de capital, em prol da integração com os EUA na década de 1990. Sob a ótica do realismo ofensivo, essa dinâmica é

²² No caso específico japonês, o investimento externo foi extremamente importante para a criação das cadeias produtivas e a importação de equipamentos na China.

desencadeada porque, dentro da estratégia de garantir a manutenção do seu poderio, o *hegemon* busca frustrar a ascensão de outros países (MEARSHEIMER, 2001). Ora, não é do interesse dos EUA que países como o México e Brasil se desenvolvam, já que há riscos deles concorrerem com o exercício do poder americano na América Latina, considerada sua zona de influência há décadas. Como afirmado por Medeiros (2013), a estratégia industrializante da Coreia do Sul não utilizou instrumentos diferentes daqueles utilizados pelos mexicanos e brasileiros, mas as circunstâncias estruturais e geopolíticas eram distintas. Até houve muito investimento estadunidense na América Latina, mas os países latino-americanos não estabeleceram a mesma relação de controle e autonomia com esse capital como ocorreu com os países asiáticos.

Contudo, com a financeirização se tornou difícil compatibilizar o interesse das grandes empresas com o interesse dos Estados. As grandes corporações, ou mesmo as grandes empresas nacionais, querem reduzir seus custos em torno das cadeias produtivas e maximizar seus lucros, o que não necessariamente irá envolver produzir em determinada região conveniente para o Estado, ou mesmo produzir determinados produtos, já que a sua acumulação produtiva está vinculada ao ciclos de ativos. É por isso que, a despeito de todas as promessas de campanha de Donald Trump, iPhones não serão produzidos nos Estados Unidos, pois as cadeias produtivas na China diminuem muitíssimo os custos relacionados à produção²³.

Ademais, as mudanças observadas na configuração da economia mundial não podem ser menosprezadas. À medida que a economia “se torna multipolar, seu sistema monetário, sugere a lógica, deve, da mesma maneira, seguir a tendência, também se tornando multipolar”. (EICHENGREEN, 2011, p. 119). Nos dias de hoje, são inúmeras as discussões sobre a ascensão da economia chinesa e suas respectivas consequências para a posição dominante do dólar. Autores como Eichengreen (2011, 2013) acreditam que as disfunções dos mercados financeiros estadunidenses evidenciadas pela crise de 2008, bem como as políticas deflacionárias do FED, favoreceram a expansão desse debate sobre a concorrência entre o dólar e o renminbi. Para o autor (2011, p. 729, tradução nossa),

a emergência do yuan como moeda internacional será uma coisa boa para a China em particular. Empresas e investidores chineses serão capazes de limitar suas vulnerabilidades externas cambiais como resultado da capacidade de fazer transações internacionais em sua própria moeda. O Banco Popular da China será capaz de seguir uma política monetária mais independente, adaptando a política doméstica para condições domésticas, porque ele será capaz de permitir que a taxa de câmbio se ajuste

²³ E se o iPhone fosse produzido nos EUA, como propôs Donald Trump? Carta Capital, 29/12/2016, às 22:01. Disponível: <<https://www.cartacapital.com.br/internacional/e-se-o-iphone-fosse-produzido-nos-eua>>. Acesso em: 05/04/2016.

sem se preocupar com as disparidades cambiais nas planilhas de balanços dos bancos e empresas não financeiras, que serão capazes de se financiarem interna e externamente em renminbi. Os bancos chineses serão capazes de competir melhor nos negócios internacionais como resultado de sua capacidade de oferecer tanto aos clientes estrangeiros quanto domésticos serviços denominados na própria moeda chinesa. O desenvolvimento de Xangai num centro financeiro internacional será acelerado.

Porém, apesar da China já ter começado a promoção da internacionalização do renminbi e ter interesse em tornar Xangai um centro financeiro até 2020, a emergência da moeda chinesa tem várias limitações. É sabido que as instituições existentes no sistema internacional vigente ainda refletem a ordem instaurada após a Segunda Guerra – como é o caso do Fundo Monetário Internacional e do Banco Mundial, por exemplo, o que estimulou a criação do Banco dos BRICS –, mas isso acontece por um motivo: quaisquer mudanças na configuração do sistema internacional semeiam incertezas e, por essa razão, há uma tendência à manutenção do *status quo*. Como destacado por Eichengreen (2011), o que é verdade sob o ponto de vista político também é verdade sob o ponto de vista econômico e, no que diz respeito ao dinheiro, os bancos centrais e os investidores precisam estar seguros em relação à moeda na qual eles depositam sua riqueza. Atualmente, o *status quo* e, por conseguinte, a percepção de segurança para os agentes econômicos, é representada pela moeda dos Estados Unidos e somente essa característica já favorece a manutenção de sua posição.

Via de regra, essa noção de segurança não está vinculada somente às dimensões financeiras. Ao longo da história, a moeda internacional sempre foi emitida pela hegemonia do sistema, dado que ela dispõe de artifícios para interferir no sistema internacional e tem instituições que garantam a perpetuação de sua unidade monetária. Sob essa ótica, a moeda do sistema deve ser estável e imediatamente conversível em dinheiro, a fim de que os exportadores e os países denominem sua riqueza nessa moeda e façam uso dela como meio de pagamento. Dito de outra maneira, os agentes econômicos precisam ter incentivos para reter uma determinada moeda e esse incentivo provém, de modo decisivo, da aceitabilidade dela no mercado internacional. O dólar já cumpre todas essas funções e seu *status quo* já é autorreforçador apenas por essa condição, mas existem outros fatores que diminuem a atração da moeda chinesa face à moeda-reserva e limitam a internacionalização do renminbi, ao menos por ora.

De acordo com Eichengreen (2011, p. 145) “reconciliar estabilidade financeira com liberdade plena para comprar e vender ativos nacionais e estrangeiros impõe pré-requisitos formidáveis”. O modelo de crescimento chinês se baseia no empréstimo bancário e no atrelamento fixo à taxa de câmbio, características que deveriam ser revistas para a

internacionalização do renminbi ser bem-sucedida, com o câmbio se tornando mais flexível para acomodar um maior volume de fluxo de capitais. Para tanto, os controles impostos ao livre ingresso de capital, embora tenham aspectos positivos como a manipulação do mercado financeiro, precisam ser abandonados, haja vista que eles limitam a própria inserção externa do *yuan*. Simultaneamente, os mercados precisam ter mais transparência e os bancos centrais devem ser modernizados, fortalecendo a supervisão e a regulação, de modo que as políticas monetárias e fiscais fossem mais sólidas e estáveis. Infelizmente, todas essas reformas devem ser adiadas em virtude da recente instabilidade financeira chinesa.

Além disso, caso a China transferisse seus grandes montantes de reservas e títulos em dólares para outras moedas, os preços dos papéis cairiam e o dólar iria despencar. Isso não seria interessante nem para a balança comercial chinesa – porque encareceria seus produtos – nem para o resto do mundo, já que a solução dos Estados Unidos seria aumentar a taxa de juros, provocando reversões súbitas dos fluxos de capitais para o seu território. Então, a questão da internacionalização do renminbi é extremamente complexa e envolve uma série de fatores que também são momentaneamente tóxicos para o crescimento chinês. Ademais, embora essa dinâmica retarde a concorrência entre o dólar e o renminbi na seara internacional, ela não modifica a estrutura do capitalismo financeirizado no presente. Os líderes chineses continuam convencidos em relação aos benefícios da abertura econômica e seus discursos seguem a favor da globalização da economia²⁴.

À luz desses argumentos, conclui-se que os países periféricos são hierarquizados pelas posições de suas moedas e dos seus mercados financeiros, bem como pela correlação entre as taxas de juros e de câmbio, fatores que limitam a sua autonomia. A esfera financeira tem afetado o setor produtivo de suas economias pelo ciclo de ativos, à medida que envolve os fluxos das grandes corporações dentro dos ciclos das finanças e diminui o ingresso de capitais que corroboram com o crescimento econômico. Aliás, as próprias relações estabelecidas entre os Estados e as empresas foram afetadas pela globalização financeira e a consequente financeirização da economia internacional, de modo que tornou mais difícil acordar os interesses desses agentes. Apesar das mudanças observadas na configuração política pela ascensão chinesa e de sua unidade monetária, ainda existe uma série de obstáculos estruturais internos que a China deve ultrapassar para rivalizar com o dólar dos Estados Unidos e, mesmo

²⁴ China se projeta como baluarte da ordem mundial em “tempos incertos”. El País, 30/01/2017, às 18:40. Disponível em: <http://brasil.elpais.com/brasil/2017/01/27/internacional/1485521277_809514.html>. Acesso em: 03/04/2017.

que ela consiga efetivamente fazer parte do clube das grandes potências, a sua retórica não tem sido contrária à acumulação de capital vigente atualmente. Logo, a menos que haja mais um concerto econômico aos moldes do padrão-ouro clássico ou Bretton Woods, o capitalismo continuará sendo financeirizado.

3. Análise da financeirização na semiperiferia/periferia mundial: os casos da China e do Brasil

De acordo com a UNCTAD (2016), estimava-se que a globalização financeira contribuísse para a reorganização do sistema produtivo em relação às cadeias de valor globais, de maneira que os intermediários financeiros assegurassem uma realocação dos excedentes eficientemente. Em vez do investimento ser limitado, ele seria melhorado pelo enfraquecimento do elo lucro-investimento no nível empresarial, pois o financiamento externo seria responsável por otimizar as transferências de capital. Entretanto, após quase cinquenta anos da derrocada do sistema de Bretton Woods, constata-se que as estimativas dos coordenadores políticos não se comprovaram verídicas e as taxas de crescimento econômico no mundo, em termos de produtividade, tendem a ser insatisfatórias.

Conforme assinalado por Cano (2014), o relatório da UNCTAD de 2003 já alertava sobre a desindustrialização normal ou *positiva* dos países desenvolvidos e a desindustrialização precoce ou *negativa* dos países subdesenvolvidos. No primeiro caso, trata-se de uma consequência do processo de maturação do desenvolvimento: na medida em que um país atinge determinado nível de industrialização e urbanização, seu setor de serviços provavelmente se expande de forma mais vigorosa do que a indústria de transformação. Com as cadeias de valor e o fracionamento da capacidade produtiva, a desindustrialização dos países desenvolvidos tem um sentido mais espacial do que concreto, visto que são eles que têm a expertise associada à C&T dos seus produtos. O problema é que as transferências de capitais dos países sede para localidades mais rentáveis geraram desemprego e precarização do trabalho no país nascente. Para compensar as perdas de capital no país da matriz, são realizadas diversas transações no mercado internacional, além das filiais e dos associados enviarem lucros, juros e *royalties*²⁵ para o país sede. Assim, o capital produtivo migrou, mas o capital financeiro, juntamente com o *know-how*, concentram-se ainda no país desenvolvido.

No segundo caso, o da desindustrialização precoce ou *negativa*, os países não diversificam a sua pauta exportadora e a parcela de exportações de bens primários cresce num ritmo maior do que a dos produtos industriais. O enfoque não necessariamente é dado à indústria de transformação – o caminho subentendido para o desenvolvimento econômico, diga-se de passagem –, mas aos produtos que envolvem um menor valor agregado, como as matérias-primas. Por meio dessa mudança no perfil dos países, as taxas de investimento e a

²⁵ *Royalty* é o direito autoral cobrado pelas patentes de um produto.

competitividade externa nas exportações de manufaturados e semimanufaturados, isto é, a produtividade *stricto sensu* desses países, declinam drasticamente. Dos países semiperiféricos, são poucas as exceções dessa alteração, sendo as principais delas os NIC's asiáticos, a China e, em menor proporção, o México, com a indústria maquiladora.

Tabela 1

Valor adicionado total (VA) e valor adicionado da indústria de transformação (VA_T) (1970-2012)

	Taxa média anual de crescimento VA					Taxa média anual de crescimento do VA _T					Participação do VA _T no VA (%)				
	1970/ 1980	1980/ 1990	1990/ 2000	2000/ 2007	2007/ 2012	1970/ 1980	1980/ 1990	1990/ 2000	2000/ 2007	2007/ 2012	1970	1980	1990	2000	2012
EUA	2,70	2,80	3,00	1,90	1,20	1,70	2,50	3,80	1,90	-0,50	24,40	21,30	18,20	15,30	12,30
Canadá	4,10	2,70	2,90	2,60	1,20	3,50	2,30	4,10	-0,60	-2,00	21,60	18,80	17,10	13,30	10,80
Alemanha	2,90	2,30	1,90	1,40	0,70	1,80	2,00	0,40	3,00	0,10	33,30	28,60	27,10	22,30	23,80
França	3,70	2,40	2,00	0,80	0,20	3,40	1,10	2,10	1,30	-1,50	22,50	20,60	17,60	15,20	10,00
Inglaterra	1,50	2,85	2,90	2,90	-0,40	1,20	1,90	0,90	-0,20	-1,80	27,50	21,70	19,20	15,60	10,00
Itália	3,80	2,40	1,50	1,20	-1,30	6,10	2,20	1,30	0,80	-3,40	26,60	28,00	22,50	20,00	15,50
Japão	5,10	4,00	1,40	1,60	-0,40	4,50	4,70	0,80	2,40	-0,80	33,10	26,00	25,00	20,50	18,70
Coreia do Sul	7,40	8,90	6,00	4,60	3,00	15,80	12,20	8,40	6,80	5,00	18,50	24,60	26,60	28,30	31,10
China	4,80	9,20	9,80	10,60	9,20	9,30	11,00	13,90	11,60	9,70	36,50	43,90	36,70	40,00	38,50
Índia	3,00	5,60	5,50	7,70	6,80	4,00	7,70	5,90	8,50	5,20	13,80	16,30	16,50	15,80	13,50
Argentina	2,70	-1,10	4,50	4,20	5,00	1,60	-1,90	3,70	4,40	4,80	35,70	29,40	26,50	17,50	19,50
Brasil	8,60	1,80	2,50	3,60	2,40	9,30	0,30	1,80	3,80	-0,50	27,30	31,00	25,50	17,20	13,20
Chile	2,85	2,90	6,10	4,60	3,70	1,10	2,60	1,90	6,60	2,00	18,60	14,40	19,00	19,70	11,20
Colômbia	5,50	3,40	2,70	5,70	3,80	5,80	2,90	1,20	4,60	0,40	17,40	19,70	17,50	15,00	13,00
México	7,00	1,90	3,40	2,30	1,90	7,20	2,10	3,90	0,90	1,30	24,50	18,70	20,00	20,30	17,90
Peru	4,20	-1,20	4,00	5,90	5,60	3,30	-2,00	3,50	4,30	3,20	13,40	11,90	16,70	15,80	14,60
Venezuela	4,00	0,60	1,60	4,60	0,00	5,20	1,90	1,30	2,10	-1,00	24,50	23,40	27,10	19,30	14,30
Total Mundial	3,80	3,20	2,80	3,20	1,80	4,00	2,20	2,40	5,00	1,70	24,90	21,70	19,50	16,20	15,70

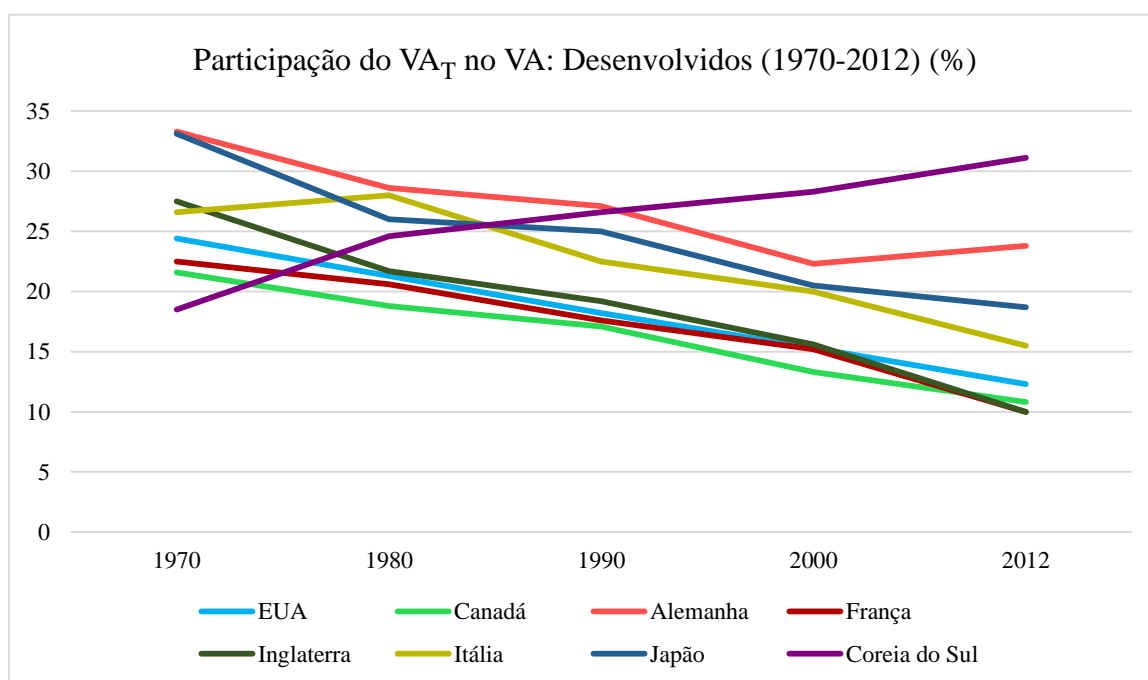
Fonte: Cano (2014, p. 6).

A fim de comprovar a sua hipótese sobre a desindustrialização nos Estados desenvolvidos e subdesenvolvidos, o autor analisa o comportamento de duas variáveis em países selecionados: o Valor Adicionado da Indústria de Transformação (VA_T) e o Valor Adicionado Total (VA) (ver tabela 1). De maneira geral, observa-se que tanto o VA_T como o VA desaceleraram nos países desenvolvidos entre os anos 1980-2012. Neste período, o aumento do VA_T em relação ao VA é percebido apenas na Coreia do Sul, na China e na Índia, países que apresentaram um desempenho superior nessas duas variáveis em comparação aos países desenvolvidos, elemento que evidencia uma atividade industrial mais intensiva. Sobre o caso indiano, cabe ainda salientar que seus saldos positivos começaram a partir dos anos 1990 e os níveis sempre foram mais brandos que os dos chineses e dos sul-coreanos especificamente até os anos 2000, quando a Coreia do Sul é ultrapassada pela Índia. Além disso, destaca-se também

que houve uma diminuição das taxas de VA_T e de VA na totalidade dos países selecionados durante o período que concerne à crise do *subprime*, salvo a Argentina, que teve um aumento leve no VA_T e no VA no pós-crise.

Os dados da terceira coluna são exemplificados nos gráficos 1 e 2. No gráfico 1, indica-se a participação do VA_T no VA em países desenvolvidos desde o início do processo de globalização financeira nos anos 1970 até 2012, ao passo que no gráfico 2 aponta-se essa mesma participação em países semiperiféricos e periféricos²⁶. A partir dos dados revelados no gráfico 1, conclui-se que todos os países desenvolvidos mostram quedas na relação VA_T/VA entre os anos 1970-2012, exceto a Coreia do Sul, retardatária no clube dos desenvolvidos. No caso específico alemão, percebe-se um tímido aumento nessa relação entre 2007 e 2012 de 22,3% para 23,8%, mas é um desvio insignificante quando as duas variáveis são comparadas isoladamente.

Gráfico 1



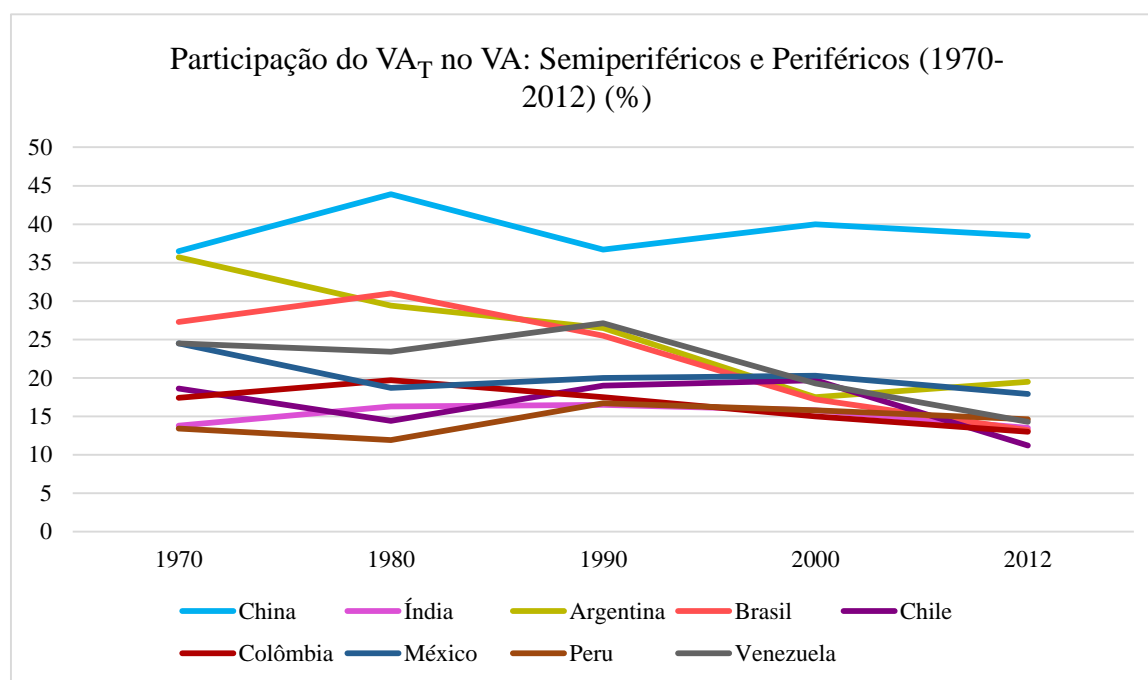
Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Cano (2014).

Já nas informações exibidas no gráfico 2, nota-se como a China mantém a relação VA_T/VA equilibrada durante todo o período analisado (em torno de 40%), com seu menor número ainda nos anos 1970 (36,5%). Nesse gráfico, verifica-se também que a maioria dos países latino-americanos apresenta queda na participação do VA_T no VA a partir dos anos 1990,

²⁶ Essa nomenclatura é de inteira responsabilidade da autora. Em Cano (2014), os termos usados são sempre desenvolvidos e subdesenvolvidos.

como uma consequência direta da abertura financeira propagada pelo Consenso de Washington. Dos países elencados, a Índia e o México também mantêm taxas mais constantes, com a relação VA_T/VA na Índia girando em torno de 14% e a do México em torno de 20%. As variações do Brasil, por seu turno, foram bastante bruscas, dado que em 1980 o país alcançou 21% e sua taxa baixou para 13,2% em 2012.

Gráfico 2

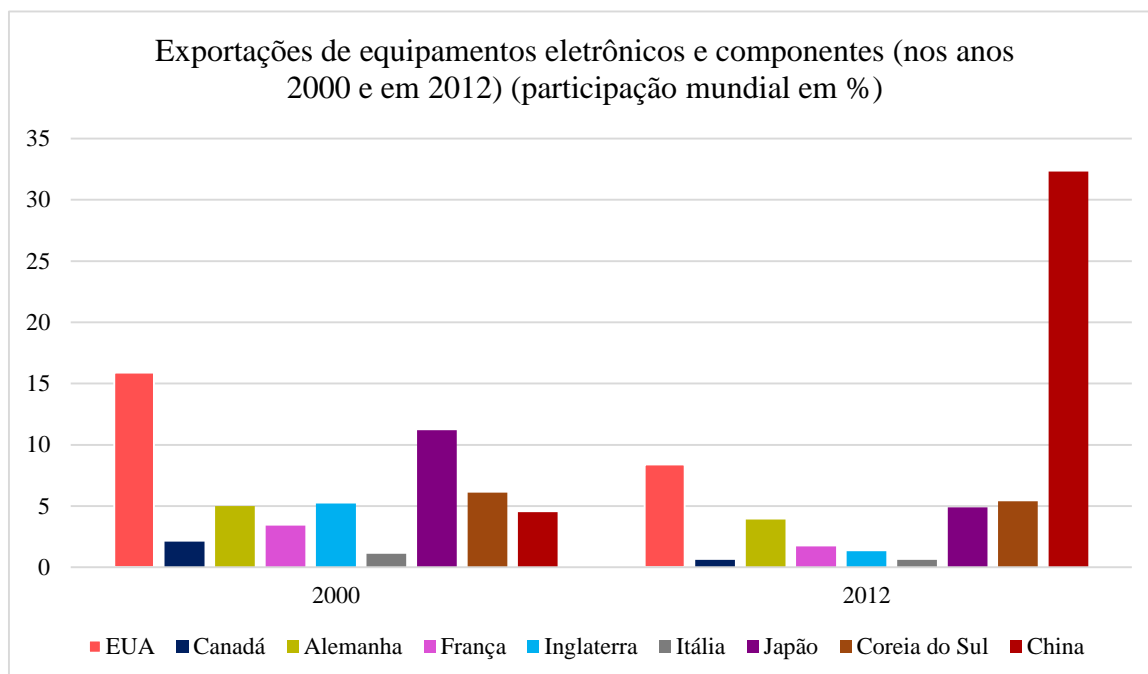


Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Cano (2014).

Todavia, como enfatizado pelo autor, é possível reparar numa revolução das exportações de manufaturas no quesito equipamentos eletrônicos e seus componentes. Historicamente dominado pelos países ocidentais, esse segmento teve um deslocamento parcial para a Ásia neste novo século, especialmente para a China. Nos anos 2000, os países desenvolvidos detinham uma parcela de 44% das exportações desses produtos, mas a partir de 2012 a participação deles se resume a apenas 21%. Os países asiáticos detêm 66% da produção mundial desse ramo, com o Japão tendo 4,9%, a Coreia do Sul 5,4% e a China uma fatia de 32%, quase a metade (ver histograma 1). Na verdade, com base nas estatísticas descritas anteriormente, pode-se afirmar de forma incontestável que a China é o país que atualmente está melhor posicionado em termos de produtividade. A questão que se coloca é como a China conseguiu a proeza de sair de um PIB em que predominava a agricultura (58,5%) e a parcela industrial era mínima (9,9%) em 1952 para um estágio em que a indústria ocupa 48% do PIB e a agricultura somente 12% já em 2005 (MEDEIROS, 2013). Como o país tem desenvolvido a capacidade

tecnológica de passar do “fabricado na China” para o “criado na China” (BURLAMAQUI, 2015).

Histograma 1



Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Cano (2014).

Segundo Medeiros (2013), com o desmantelamento dos Estados desenvolvimentistas surgiram duas respostas na economia na década de 1990: ceder ou resistir à liberalização. Na primeira opção, os países buscaram se inserir na cadeia produtiva das transnacionais pelas suas vantagens comparativas, sobretudo através da produção de *commodities*, de modo a abrir seu mercado ao investimento e financiamento externo. Neste sentido, o papel do regime macroeconômico era defender somente a estabilidade da moeda, controlar as variações cambiais e evitar o impacto crescente do capital financeiro sobre os países e os seus balanços. Por sua vez, na segunda opção, os Estados responderam de forma mais independente e persistiram na estratégia de industrialização nacional, com uma abertura seletiva e negociada. O apoio à internacionalização das empresas não foi abandonado e foram gerados incentivos, pelos gastos públicos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), para que suas empresas se inserissem em cadeias produtivas voltadas às indústrias. A difusão do crédito continuou sendo a base para as políticas macroeconômicas e a taxa de câmbio seguiu competitiva.

A primeira resposta foi a adotada pelo Brasil (abertura financeira), enquanto a segunda resposta foi a adotada pela China (repressão financeira). Entre os dois países, notam-se fortes discrepâncias nas trajetórias de desenvolvimento econômico, que estão intimamente

relacionadas às decisões sobre a liberalização. No caso chinês, o país conseguiu desenvolver uma capacidade de financiamento endógena extremamente funcional ao crescimento econômico, utilizando-se do seu amplo mercado e de suas oportunidades de custo para barganhar com as grandes potências e conquistar fontes de investimento que servissem às suas ambições. No caso brasileiro, ao contrário, apostou-se na entrada de capitais estrangeiros como solução à instabilidade da década perdida (anos 1980), característica que deixou sua economia ainda mais suscetível aos choques externos e aos ânimos dos proprietários de capitais. Assim, nesta seção discutem-se brevemente os caminhos escolhidos pelos dois países e suas respectivas contribuições para o crescimento econômico chinês e brasileiro.

3.1 A grande muralha chinesa²⁷

A estratégia de desenvolvimento chinesa persistiu na variante desenvolvimentista e buscou o crescimento de maneira autônoma, a fim de bloquear incisivamente a financeirização. Sob essa perspectiva, o Estado foi empreendedor e investidor em primeira instância (BURLAMAQUI, 2015), interferindo de forma direta na trajetória bem-sucedida de desenvolvimento do país ao manter uma política macroeconômica favorável à política industrial – câmbio desvalorizado, controle sobre a conta de capital e taxas de juros baixas e administradas –, fornecer grandes volumes de crédito para o financiamento das firmas e tomar medidas para proteger as suas grandes empresas da concorrência externa. Dentro dessa estratégia de recusa ao neoliberalismo, dois aspectos distintos adotados pela China foram de suma importância para garantir o seu crescimento e devem ser destacados: a capacidade endógena de financiamento pela repressão financeira e a regulamentação instituída à entrada de IED.

De acordo com Burlamaqui (2015), a China teve dificuldades para cobrir os custos de envio para o seu dignitário de alto escalão discursar na sede da ONU em 1976, mas hoje é a segunda maior economia do mundo. Ela contraria os pressupostos da doutrina dominante ao evidenciar que nem a privatização abrangente nem a democracia aos moldes ocidentais são condições necessárias para o funcionamento eficiente dos mercados e para a revolução capitalista. Quando uma comissão de especialistas financeiros aterrissou na China em 2008 para auxiliar nas reformas, Wang Qishan, vice-primeiro-ministro responsável pelo setor financeiro, expressou sua descrença sobre o *modus operandi* deles. Em poucas palavras, sua mensagem foi

²⁷ O título desta subseção foi inspirado no capítulo “O sistema financeiro chinês: a grande muralha” de Cintra e Silva Filho (2015).

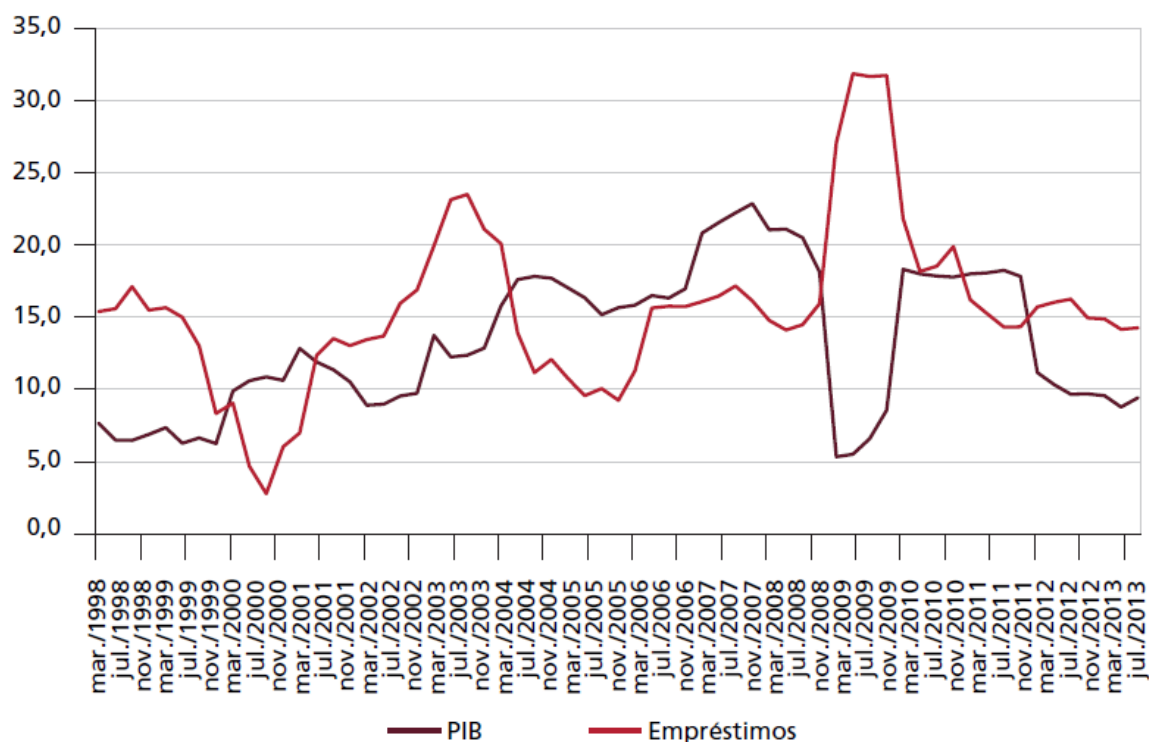
“você têm o seu jeito. Nós temos o nosso. E o nosso jeito está certo!” (BURLAMAQUI, 2015, p. 299). De fato, o jeito chinês de comandar e gerir destoa dos preceitos defendidos pelo consenso neoliberal. Cintra e Silva Filho (2015, p. 425) apontam que a sua estratégia

de desenvolvimento contou com a incorporação da grande empresa transnacional em busca de vantagens competitivas e a reação das empresas nacionais, demandantes de peças, componentes, alimentos, minerais e energia, resultando na formação de um *cluster* manufatureiro sino-asiático e no transbordamento de seu dinamismo para uma parte relevante da economia regional e global. Contou ainda com forte controle e direcionamento do sistema de crédito doméstico, com a oferta concentrada nos grandes bancos públicos. Os principais tomadores eram as empresas públicas, semiprivadas e privadas dedicadas à implementação dos projetos de investimentos produtivos e de infraestrutura, tais como portos, aeroportos, ferrovias de alta velocidade e de mobilidade urbana. Rígidos controles sobre o sistema financeiro (com elevados volumes de depósitos e de poupança – cerca de dois terços do passivo total) e sobre a conta de capital desempenharam papel crucial na definição dos preços fundamentais – taxa de juros sobre os depósitos e sobre os empréstimos e taxa de câmbio – e, portanto, no arcabouço de sua política nacional de desenvolvimento.

Gráfico 3

Evolução dos empréstimos e do PIB (mar./1998-jul./2013)

(taxa de crescimento anual, informações trimestrais, em %)



Fonte: Mendonça, 2015, p. 336.

Mendonça (2015) afirma que o ritmo de crescimento chinês foi propiciado pelos mecanismos de financiamento fornecidos pelo sistema bancário liderado pelo Estado e suas demais estruturas paralelas, também conhecidas como sistema sombra (ver diagrama 1 e 2).

Para defender a sua hipótese sobre a perspectiva keynesiana-minskiana²⁸ da economia chinesa, a autora mostra que, “para a quase totalidade dos períodos, observa-se uma clara correlação entre o movimento do crédito e a evolução do produto, considerando-se certo lapso temporal entre as duas variáveis” (MENDONÇA, 2015, p. 336), fator que explicita a importância do capital creditício para o crescimento do PIB (gráfico 3). A exceção dessa dinâmica é o período correspondente à crise de 2008, com uma expansão dos empréstimos sendo utilizada como uma política anticíclica para retomar o crescimento.

Tal correlação só foi possível por uma série de amplas reformas empregadas pelo governo chinês no seu sistema financeiro a partir de 1978 (quadro 3), quando o Banco Central da China (*People's Bank of China* – PBC) deixou de ser o único grande banco, separando-se do Ministério das Finanças. Segundo a autora (2015), constituíram-se quatro grandes bancos estatais que deveriam atuar em segmentos cruciais para o desenvolvimento chinês: Banco da China (*Bank of China* – BOC), responsável por controlar as transações de comércio exterior; Banco da Construção da China (*China Construction Bank* – CCB), encarregado pelos grandes projetos de investimento em infraestrutura; Banco da Agricultura da China (*Agricultural Bank of China* – ABC), atuando nos negócios da área rural; e Banco Industrial e Comercial da China (*Industrial and Commercial Bank of China* – ICBC), inicialmente financiando as transações comerciais para, em seguida, mudar seu foco para as transações econômicas internacionais.

Quadro 3

As fases de reformas do sistema bancário chinês (1978-2014)

Fase 1 (1978-1984)	<ul style="list-style-type: none"> - O PBC se separa do Ministério das Finanças (1979) e se torna oficialmente Banco Central em 1983; - Criam-se os quatro grandes bancos sob o comando do PBC (BOC, CCB, ABC e ICBC), cada um com seu respectivo segmento; - Autoriza-se a criação de outras instituições financeiras, especialmente em zonas costeiras.
Fase 2 (1984-1988)	<ul style="list-style-type: none"> - Alargamento dos quatro grandes;

²⁸ Como apontado por Mendonça (2015), Minsky e Keynes defendem a importância do crédito e dos bancos para o desenvolvimento das economias, bem como para a expansão do emprego e da renda. Devido às relações estabelecidas na China entre o papel do Estado e o sistema de financiamento, essa perspectiva parece traduzir a realidade vivenciada no país.

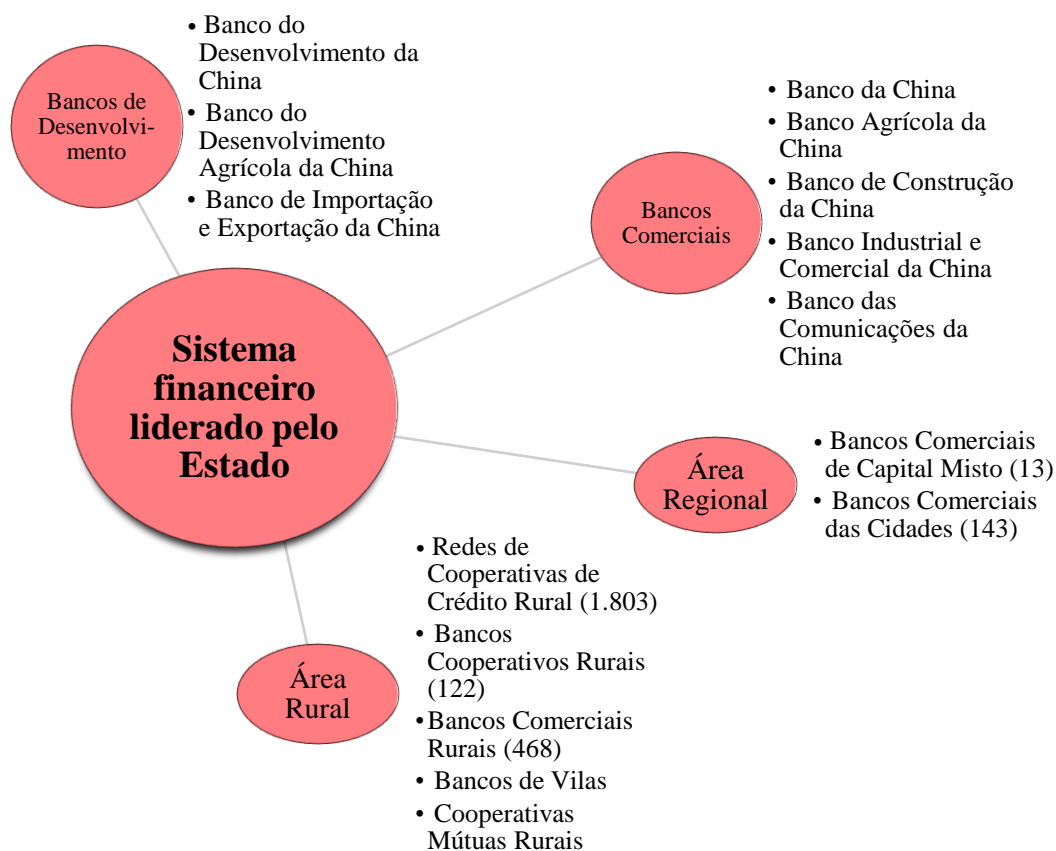
	<ul style="list-style-type: none"> - Criação de Bancos regionais de capital misto; - Criação do primeiro banco de grupo empresarial, o <i>Citic Industrial Bank</i> (1987).
Fase 3 (1988-1991)	<ul style="list-style-type: none"> - Pausa das reformas devido à luta contra a inflação; - Restrições na atuação dos quatro grandes e das instituições financeiras não bancárias.
Fase 4 (1992-1997)	<ul style="list-style-type: none"> - Alargamento da estrutura bancária com os <i>policy banks</i> (CDB, China Ex-Im e ADBC) e os bancos comerciais das cidades; - Autorização da atuação de bancos estrangeiros nos mercados de renminbi e a criação da <i>joint venture</i> entre <i>Morgan e Stanley</i> e o CCB em 1995; - Criação e crescimento do mercado de Ações (bolsa de valores em Xangai e em Shenzhen).
Fase 5 (1998-2008)	<ul style="list-style-type: none"> - Criação da CBRC, que passou a dividir com o PBC a função de regulador do sistema; - Esforço para corrigir as inadimplências dos tomadores de empréstimos (extinção de planos de crédito e criação do sistema de metas indicativas, recapitalização dos bancos e transferência de ativos para as AMCs) - Criação das AMCs (<i>Cinda, Huarong, Orient e Great Wall</i>); - Abertura do capital dos quatro grandes; - Reestruturação patrimonial, com o Estado transferindo propriedades parcialmente para agentes privados, inclusive empresas estrangeiras.
Fase 6 (2008-2014)	<ul style="list-style-type: none"> - Reestruturação e comercialização dos <i>policy banks</i> (o CDB terminou seu processo em 2008) e das AMCS (experiência piloto da <i>Cinda</i> a partir de 2010); - Liberalização das taxas de juros (iniciada em 2010); - Alargamento da participação do capital privado, inclusive estrangeiros (projeto piloto de 2014 com a CBRC).

Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Mendonça (2015).

Dando prosseguimento às reformas, foram criados os *policy banks* – Banco de Desenvolvimento da China (*China Development Bank* – CDB); Banco de Importações e Exportações da China (*The Export-Import Bank of China* – China Ex-Im) e Banco de Desenvolvimento da Agricultura da China (*Agricultural Development Bank of China* – ADBC) – com o intuito de conceder empréstimos conforme os interesses do governo central acerca da política de desenvolvimento. Surgiram também, na área regional, os bancos comerciais de capital misto (*joint-stock commercial banks*) – a exemplo do Banco das Comunicações (*Bank of Communications* – Bocom) –, que eram controlados pelas províncias, e os bancos comerciais das cidades (*city commercial banks*), patrocinados pela administração local. Na área rural, surgiram as redes de cooperativas de crédito rural, bancos cooperativos rurais, bancos comerciais rurais e as novas instituições financeiras rurais, envolvendo os bancos de vilas rurais (*village and township banks*) e as cooperativas mútuas rurais (*rural mutual cooperatives*) (CINTRA; SILVA FILHO, 2015).

Diagrama 1

Sistema financeiro chinês liderado pelo Estado



Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Cintra e Silva Filho (2015), Mendonça (2015) e Burlamaqui (2015).

Obs.: Os números em parênteses indicam a quantidade de instituições existentes.

À parte desse sistema financeiro dominado pelo Estado (*state-dominated financial system*) e fortemente regulado pelo PBC e pela Comissão Regulatória Bancária da China (*China Banking Regulatory Commission – CBRC*), surgiu o sistema bancário paralelo, que, nas estimativas da CBRC citadas em Cintra e Silva Filho (2015), envolve as companhias fiduciárias (*trust companies*), as companhias financeiras (*finance companies*), as empresas de arrendamento mercantil (*financial leasing companies*), empresas de financiamento de automóveis (*auto financing companies*), as corretoras do mercado monetário (*money brokerage firms*) e as companhias gestoras de ativos (*Asset Management Companies – AMCs*, incluindo a *China Cinda Asset Management Corporation*, *China Huarong Asset Management Corporation*, *China Orient Asset Management Corporation* e *China Great Wall Asset Management Corporation*).

Diagrama 2

Sistema bancário paralelo chinês (sombra)



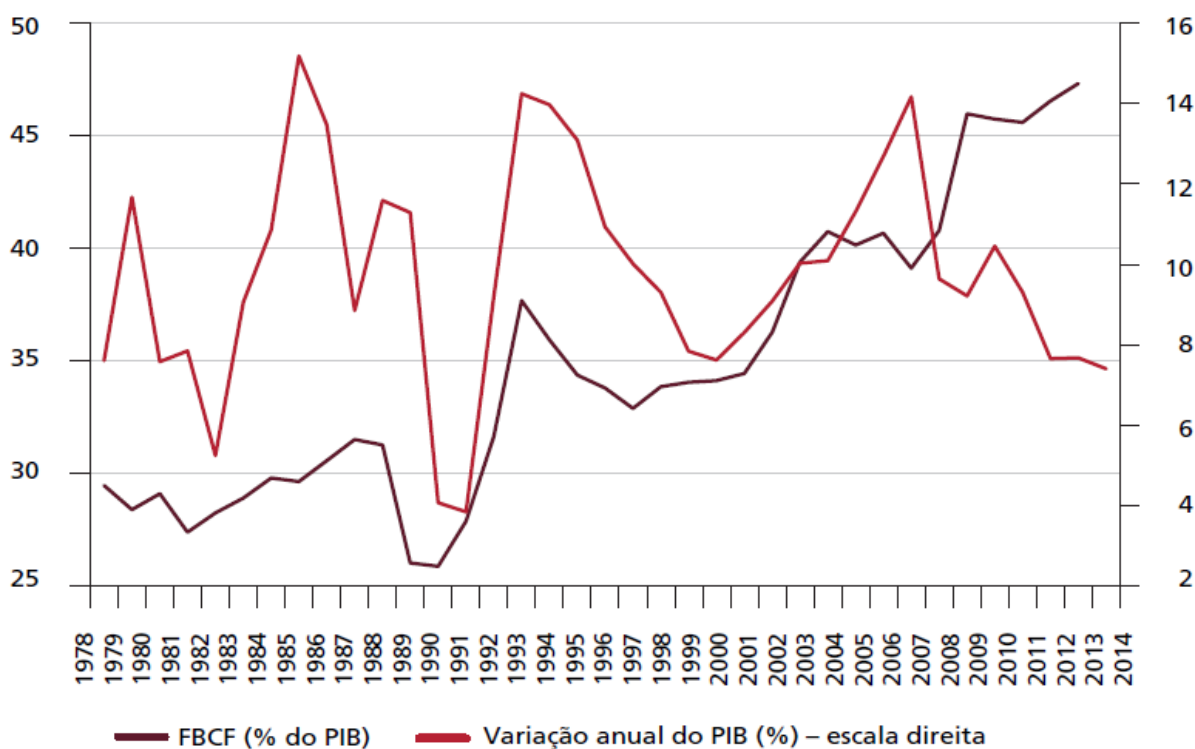
Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Cintra e Silva Filho (2015).

O primeiro elemento que deve ser ressaltado sobre a China é a sua interpretação dos bancos. A rigor, “os bancos chineses não são centros de lucro, mas instituições de serviço público ampliado que tendem a subordinar os resultados financeiros às metas de desenvolvimento, privilegiando a preservação e a propulsão de todo o sistema socioeconômico”

(CINTRA; SILVA FILHO, 2015, p. 446). Sendo assim, segundo Cintra e Silva Filho (2015), todo o sistema bancário atua com o aval das autoridades monetárias como entidades fiscais e tem objetivos econômicos, sociais e políticos nitidamente estabelecidos. Juntos, o setor bancário e o sistema paralelo foram fundamentais para as transformações estruturais observadas na China, uma vez que um grande contingente dos empréstimos foi direcionado para o financiamento de ativos de capital fixo. Desde 1978, quando as reformas foram iniciadas, a formação bruta de capital fixo (FBCF)²⁹ se situou acima de 25% do PIB, alcançando seu auge entre 2003 e 2013 quando ultrapassou 40% do PIB (gráfico 4).

Gráfico 4

FBCF na China (% do PIB) e a variação anual do PIB (%) (1978-2014)



Fonte: Cintra e Silva Filho (2015, p. 449).

A capacidade de criação de crédito na China tem sido impressionante, com o ápice ocorrendo em 1993, quando a taxa de empréstimos alcançou 44% do crédito total (gráfico 5). No período subsequente à crise financeira do leste asiático (1997-1998), percebe-se um arrefecimento dos empréstimos devido ao esforço do governo chinês para corrigir as

²⁹ Com base nas informações disponíveis no site do Ipea, a formação bruta de capital fixo é um indicador que mede a capacidade produtiva de um país a partir das compras de bens de capital realizadas pelas empresas. Disponível em: < http://ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2045:catid=28&Itemid=23 >. Acesso em 09/04/2017.

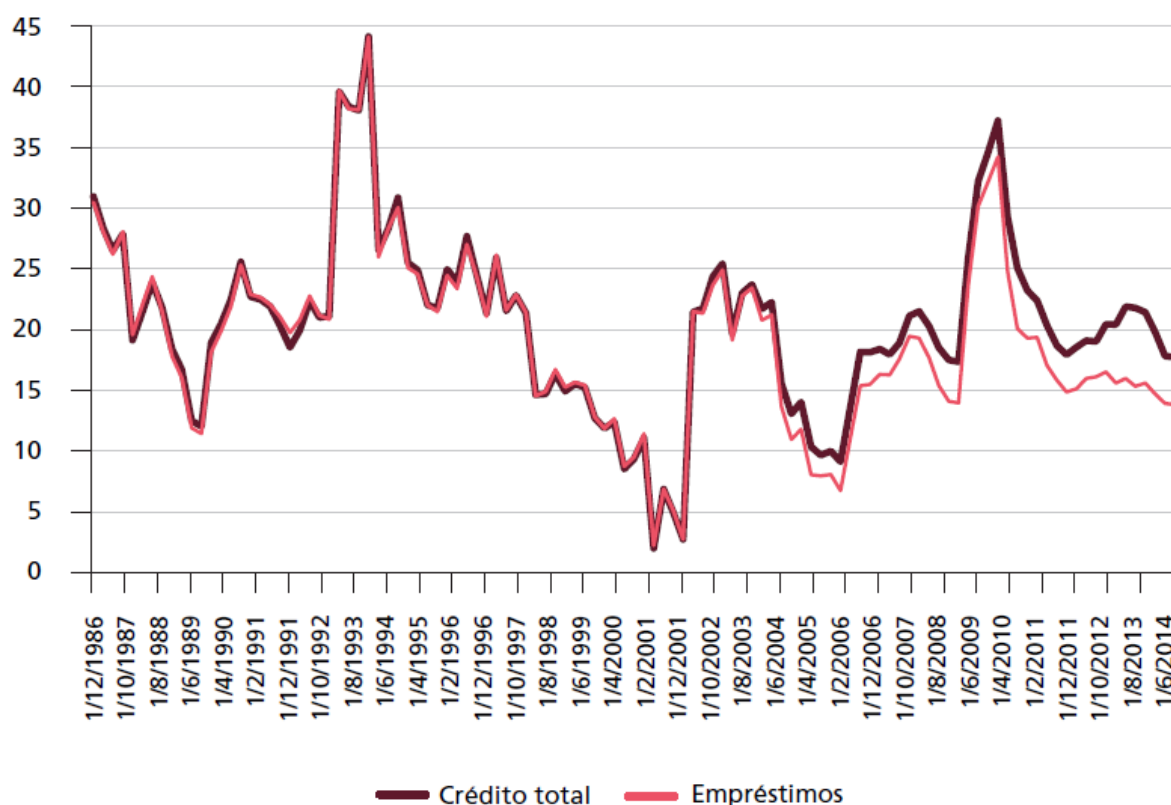
inadimplências. Após as reformas, entretanto, o volume de crédito é retomado (2002) e apenas é expandido novamente no período posterior à crise do *subprime*, atingindo 37% no quarto trimestre de 2009. Ao total, são 3.849 instituições bancárias e não bancárias atuando no intitulado financiamento social total (*total social financing*) que inclui

empréstimos bancários em moeda local e em moeda estrangeira, garantias bancárias (*bank acceptance bills*), 30 empréstimos dos fundos fiduciários (*trust loans*) – instrumentos de gestão de patrimônio –, empréstimos intercompanhias intermediados por um banco (*entrusted loans*), 31 emissões de bônus corporativos (*corporate bond financing*), emissão de ações pelas empresas (*nonfinancial enterprise equity financing*) e outros (microcrédito) (CINTRA; SILVA FILHO, 2015, p. 441).

Gráfico 5

Empréstimos chineses e crédito total oferecido às corporações não financeiras (públicas e privadas), famílias e instituições não lucrativas relacionadas às famílias

(Taxa de variação em relação ao mesmo período do ano anterior) (dez./1986-jun./2014)



Fonte: Cintra e Silva Filho (2015, p. 442).

Essa atuação bancária condiz com a estratégia de desenvolvimento adotada pelos chineses. De modo geral, a China apostou na repressão financeira em concomitância com a construção das suas empresas líderes em segmentos estratégicos, como siderurgia, construção civil, tecnologia da informação, etc, para a sua política de desenvolvimento industrial (MORAIS, 2015). Sua política macroeconômica fugiu da tendência à financeirização e impôs

barreiras ao livre ingresso de capital, o que significou a criação de fontes de financiamento endógenas para a atividade produtiva, quer por meio dos empréstimos domésticos, quer por meio dos recursos próprios captados pelas empresas, com a participação estrangeira sendo mínima (MENDONÇA, 2015). Para Cintra e Silva Filho (2015), ao restringir a participação dos investidores estrangeiros no seu sistema financeiro, a China desenvolveu um mercado interno cativo para sua dívida pública³⁰ e seus títulos de dívida, características que garantem o controle da taxa de juros a nível nacional.

Com essa política, a China conseguiu emergir na hierarquia de valor das cadeias globais pela maior sofisticação de sua pauta exportadora, pelo aumento do valor agregado das suas exportações processadas, pela expansão das suas exportações ordinárias e pela internacionalização dos seus campeões nacionais (MORAIS, 2015). De acordo com Moraes (2015), o caso chinês é um dos poucos em que o IED veio acompanhado de compartilhamento de *know-how*, pois, como explicitado no Relatório do Escritório de Exportações dos EUA nos anos 1990, a transferência de tecnologia é o preço a pagar para se ter acesso ao amplo mercado chinês. Como a China oferece baixos custos para a produção e detém um mercado interno apto a fornecer uma grande capacidade de absorção, o investimento se tornou altamente rentável no país. Em função dessa atratividade, os chineses conseguiram ter maior poder de barganha nos contratos, frequentemente negociando ao mesmo tempo com vários investidores para angariar as melhores condições.

Na realidade, conforme descrito pela autora, a abertura chinesa ao IED foi repleta de regulação, sendo a primordial delas a exigência de formação de *joint-ventures* com pelo menos metade do capital vindo da China. No caso específico da *Shanghai Bell Telephone Equipment Manufacturing Corporation*, primeira *joint-venture* de comunicações formada na China (1983), por exemplo, a empresa precisou investir diretamente na qualificação dos trabalhadores chineses, cooperando, inclusive, com universidades e centros de pesquisa locais para a capacitação da mão-de-obra. Os investimentos inteiramente estrangeiros só são permitidos nos setores que não são considerados proibidos ou restringidos no Catálogo para Guiar Investimentos Estrangeiros, publicado a cada três a cinco anos pelas autoridades chinesas. Para aqueles que são autorizados, o governo oferece reduções tarifárias e vantagens fiscais, contanto

³⁰ Vale ressaltar que apenas 1% da dívida pública chinesa é denominada em moeda estrangeira, estando essa dívida totalmente concentrada nos portfólios dos bancos estatais, obrigados a acatar o patamar dos juros imposto pelo governo central (CINTRA; SILVA FILHO, 2015).

que as empresas estrangeiras se enquadrem nas exigências e forneçam o treinamento necessário para lidar com a tecnologia.

Morais (2015) salienta que o Estado chinês atua diretamente na promoção de tecnologia interna e são diversos os casos em que se estabelece um determinado padrão técnico pelo governo enquanto forma de fomentar a tecnologia chinesa. É o caso do padrão V5, por exemplo, desenvolvido por um conjunto de empresas chinesas, englobando até algumas grandes como a ZTE e a Huawei. Esse padrão era restrito somente aos setores rurais até a década de 1990, porque nessa região as empresas chinesas ainda em ascensão conseguiam penetrar sem enfrentar a competição estrangeira. A fim de estimular as marcas locais internamente, o governo estipulou que todos os sistemas de comutação que fossem vendidos a partir dos anos 1990 deveriam ser compatíveis com a interface V5.1. Através dessa ação, a concorrência entre as firmas estrangeiras e as nacionais foi mitigada, já que geralmente as empresas do exterior não tinham sistemas compatíveis com a interface.

Igualmente, quando houve resistência das operadoras chinesas em aceitar a *TD-SCDMA* – um dos três padrões existentes de terceira geração para a telefonia móvel produzido pela *Datang*, firma da China –, a autora afirma que o governo chinês buscou não somente oferecer uma linha de crédito específica para o projeto *3G TD-SCDMA Mobile Communication Standard and Product Development*, mas também coordenar diretamente a iniciativa. Até mesmo as leis são formuladas com o intuito de favorecer empresas domésticas, como é o caso da Lei de Licitações (*Tender and Bidding Law*), que não discrimina precisamente critérios ou conteúdos mínimos para as licitações, concedendo maior margem de liberdade ao governo para determinar arbitrariamente as demandas quanto ao conteúdo doméstico; da Lei de Contratos Governamentais (*Government Procurement Law*), que garante tratamento diferenciado aos produtos locais, interpretados como aqueles que têm pelo menos 50% do seu valor criado em âmbito doméstico; e da Circular nº 648 de 2009 (*Circular Regarding the Launch of a National Indigenous Innovation Product Accreditation System*), que demarca as compras governamentais a partir de princípios, condições e procedimentos, de modo a dificultar a conquista do selo de tecnologia endógena.

Dessa forma, o governo chinês protegeu suas empresas líderes para que elas conseguissem crescer. Como assinalado por Mendonça (2015), em virtude do seu amplo sistema bancário, entre os anos de 2003-2013 o número de ativos dos bancos chineses quase sextuplicou, com uma taxa de crescimento de cerca de 19% ao ano. Os empréstimos, por sua vez, cresceram em torno de 17% nos últimos quinze anos, partindo de RMB 6 trilhões em 1998

para RMB 70 trilhões em 2013. Afinal, não é à toa que dez bancos chineses estejam no *ranking* dos cinquenta maiores bancos do mundo em termos de ativos, com quatro deles entre os dez primeiros: ICBC (primeira posição), CCB (segunda posição), BOC (quarta posição) e ABC (sexta posição) (CINTRA; SILVA FILHO, 2015). “O fato de a China ter acumulado quase US\$ 4 trilhões em reservas internacionais [também] coloca o país em uma posição muito especial no cenário financeiro mundial” (BURLAMAQUI, 2015, p. 310).

Os resultados da repressão financeira chinesa já foram sentidos nas duas últimas crises. Para Burlamaqui (2015), no que tange à crise asiática, houve inúmeros empréstimos inadimplentes e o sistema bancário chinês realmente foi fortemente atingido, haja vista que houve um declínio acentuado na qualidade dos ativos. No entanto, a diferença essencial desses empréstimos não honrados é que eles eram denominados em moeda local, o que atenuou os impactos nos balanços dos bancos e concedeu maior margem de manobra às autoridades chinesas (CINTRA; SILVA FILHO, 2015). Quando a crise do *subprime* eclodiu, os efeitos sobre a China foram minimizados pelas reformas que já tinham sido introduzidas por conta da crise asiática. Dado que

as agências reguladoras da China haviam se recusado, terminantemente, a permitir a criação de derivativos financeiros complexos no mercado doméstico, e limitaram severamente a exposição das instituições financeiras domésticas a essas inovações financeiras “estrangeiras”, as instituições financeiras chinesas tiveram pequena exposição aos ativos financeiros tóxicos (LARDY, 2012 *apud* BURLAMAQUI, 2015, p. 295, tradução do autor).

Logo, verifica-se que, ao escolher não ceder à liberalização, a China conseguiu conduzir seu processo de desenvolvimento econômico autonomamente, expandindo seu setor bancário e conquistando uma ampla capacidade industrial pelas suas condições à entrada de IED. A inserção do país nas cadeias de valor globais a partir de uma lógica produtiva somente foi factível pelo papel exercido pelo Estado, que se tornou o agente promotor do crescimento econômico na China. Devido à decisão de se desenvolver aos moldes desenvolvimentistas, a continuidade do seu desenvolvimento será menos afetada pelas alterações nos ciclos de liquidez externos, como ocorreria caso o país tivesse permitido a financeirização de sua economia. Se esse bom desempenho chinês será mantido com o recente processo de internacionalização dos seus grandes bancos e da abertura de seu mercado financeiro ainda permanece uma incógnita.

3.2 A abertura brasileira

A estratégia de inserção brasileira seguiu a tendência dos demais países latino-americanos de financeirização. Sua abertura financeira foi gradativa e teve início nos anos 1990, quando o país estava sob a égide de Fernando Collor de Mello, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, que aceitaram os dogmas neoliberais e começaram a tomar providências para que o Brasil fosse incorporado na era da financeirização (PAULANI, 2012). É durante essa década que os obstáculos ao livre ingresso de capitais são retirados, que se adota o regime de câmbio flutuante e que são realizadas maciças privatizações, com o país se abrindo ao capital dos bancos estrangeiros (ver quadro 4). Dessa maneira, pretende-se destacar aqui os problemas da abertura financeira brasileira no que toca à capacidade de financiamento no país e à baixa produtividade revelada desde o início da liberalização.

Quadro 4

Cronologia da abertura financeira brasileira (1980-2000)

<p>Anos 1980: crise da dívida e alta inflação – o Brasil como vítima da financeirização</p>	<ul style="list-style-type: none"> - O choques do petróleo e os choques dos juros no final dos anos 1970, juntamente com a crise da dívida latino-americana no início da década de 1980, deflagraram quinze anos de inflação absurdamente alta no país; - Moratória em 1987;
<p>Anos 1990: a resolução das pendências e as providências para o ingresso ativo na financeirização</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Resolução do problema da dívida externa pela securitização da dívida, abertura do mercado brasileiro aos títulos públicos e privados, além da retirada gradativa dos entraves ao livre fluxo de capitais; - Esforço para a estabilização monetária pelo Plano Real; - Concessão de isenção tributária para ganhos financeiros aos não residentes no Brasil; - Reforma previdenciária para minimizar os gastos públicos e abrir o mercado ao setor privado; - Alterações legais para proporcionar garantias maiores aos direitos dos credores do Estado; - Privatizações e entrada de bancos estrangeiros; - Adoção do regime de câmbio flutuante; - Adesão ao Acordo de Basileia I.

Anos 2000: a consolidação da posição brasileira no capitalismo financeirizado	- Extensão da reforma da previdência;
	- Permissão para pessoas físicas e jurídicas participarem de mercados de capitais externos, além de comprar e vender moeda estrangeira para aplicações no exterior, sem limitação de valor.

Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Paulani (2012) e Biancareli (2010).

Obs.: Os títulos à esquerda foram retirados diretamente de Paulani (2012).

Para Araújo e Cintra (2012), o ponto de partida para se compreender as mudanças no segmento bancário é a década de 1990, precisamente quando o Plano Real foi introduzido (1994). Tal plano provocou alterações no ambiente macroeconômico do país, com as perspectivas de lucratividade e as estratégias de concorrência das instituições bancárias sendo afetadas diretamente. A solução apresentada pelo governo para resolver os problemas patrimoniais dos bancos foi a entrada do capital estrangeiro no sistema financeiro brasileiro, a fim de evitar uma crise bancária generalizada. Assim, os bancos estrangeiros que buscavam fortalecer suas posições globais e diversificar suas fontes de receitas se instauraram no Brasil, elemento que reduziu a atividade dos bancos públicos mediante privatizações e extinções, sobretudo dos bancos estaduais.

Tabela 2

Participação das instituições nos ativos da área bancária brasileira (1994-2008) (%)

Instituição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bancos públicos	51,4	52,2	50,9	50,1	45,8	43,0	36,6	32,0	34,7	37,2	34,4	32,5	36,5	27,9	28,3
Bancos públicos (+ caixas estaduais)	18,2	21,9	21,9	19,1	11,4	10,2	5,6	4,3	5,9	5,8	5,5	5,1	5,5	4,3	5,1
BB	18,2	13,9	12,5	14,4	17,4	15,8	15,6	16,8	17,1	18,4	17,4	15,4	17,8	13,8	14,4
CEF	15,0	16,4	16,5	16,6	17,0	17,1	15,4	11,0	11,7	13,0	11,5	12,1	13,2	9,9	8,8
Bancos privados	48,4	47,6	48,8	49,6	53,7	56,3	62,6	67,1	64,3	61,5	64,1	66,0	61,6	70,6	70,4
Nacionais	41,2	39,2	38,3	36,8	35,3	33,1	35,2	37,2	36,9	40,8	41,7	43,1	35,5	50,3	49,1
Estrangeiros	7,2	8,4	10,5	12,8	18,4	23,2	27,4	29,9	27,4	20,7	22,4	22,9	26,0	20,2	21,2
Cooperativas de crédito	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	1,3	1,4	1,5	1,9	1,5	1,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Araújo e Cintra (2012, p. 17).

Estima-se que o número de instituições estrangeiras no Brasil tenha passado de 38 para 72 entre 1994 e 2001 (FREITAS, 2011). A entrada de capital estrangeiro teve dois desdobramentos: o recuo da participação do setor bancário privado no total de ativos do país de 41,2% em 1994 para 33,1% em 1999, com seu crescimento sendo retomado apenas nos anos

2000, quando alcançou 50,3% em 2007; e a contração da presença dos bancos públicos, que tinham 51,4% de participação em 1994 e caíram para 28,3% em 2008 (tabela 2). Os bancos estrangeiros, por sua vez, conseguiram ampliar a sua atuação nos ativos totais de 7,2% em 1994 para 29,9% em 2001, aumentando as suas operações de crédito de 5,2% em 1994 para 31,5% em 2001 (tabela 3). Contrariamente, a atuação dos bancos públicos apresentou uma queda acentuada de 18,9% em 1994 para 5,9% em 2008, com apenas o Banco do Brasil (BB) conseguindo aumentar as operações creditícias a partir dos anos 2000. Então, pode-se afirmar que houve uma mudança no perfil institucional do sistema bancário do Brasil por meio da redução dos bancos públicos e do aumento dos estrangeiros (PRATES; FREITAS, 2013).

Tabela 3

Participação das instituições nas operações de crédito da área bancária brasileira (1994-2008)
(%)

Instituição	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bancos públicos	59,2	62,1	58,1	52,2	53,2	47,5	39,1	24,8	28,6	32,7	31,3	30,5	38,8	32,0	36,9
Bancos públicos (+ caixas estaduais)	18,9	23,5	23,5	10,3	8,9	8,1	5,1	3,1	4,8	4,5	4,4	4,1	4,5	3,6	5,9
BB	19,9	16,0	10,6	11,0	12,1	10,6	11,0	14,5	16,2	20,4	19,4	18,5	24,4	20,3	22,0
CEF	20,4	22,6	24,0	30,9	32,3	28,7	23,0	7,1	7,6	7,9	7,5	8,0	9,9	8,1	9,1
Bancos privados	40,5	37,5	41,4	47,1	45,9	51,4	59,7	73,6	69,7	65,1	66,5	67,2	58,4	65,6	60,5
Nacionais	35,3	31,8	31,9	35,4	31,0	31,7	34,5	42,1	39,7	41,3	41,3	40,8	27,5	42,7	37,8
Estrangeiros	5,2	5,7	9,5	11,7	14,9	19,8	25,2	31,5	29,9	23,8	25,1	26,4	30,9	22,8	22,6
Cooperativas de crédito	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2	1,6	1,8	2,1	2,3	2,3	2,8	2,4	2,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Araújo e Cintra (2012, p. 18).

De acordo com Araújo e Cintra (2011), a exposição à concorrência externa pela abertura financeira modificou a estratégia dos bancos nacionais do Brasil, que buscaram adotar novas tecnologias, introduzir inovações financeiras e explorar novos mercados. A partir de 2002, os três maiores bancos privados do país – Bradesco, Itaú e Unibanco – se empenharam em expandir seus níveis de internacionalização e passaram a ter mais de 20% dos seus ativos totais no mercado internacional. Além disso, para assegurar suas posições de liderança e não perder suas fatias de mercado, os bancos varejistas nacionais iniciaram compras de bancos estrangeiros que haviam entrado no Brasil nos anos 1990, além de adquirirem também parcelas significativas dos bancos estaduais que haviam sido privatizados. Ou seja, “o ambiente concorrencial estimulou a busca de escala e de poder de mercado, mediante fusões e aquisições, com impactos diretos no nível de concentração do setor” (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 20). Com essas

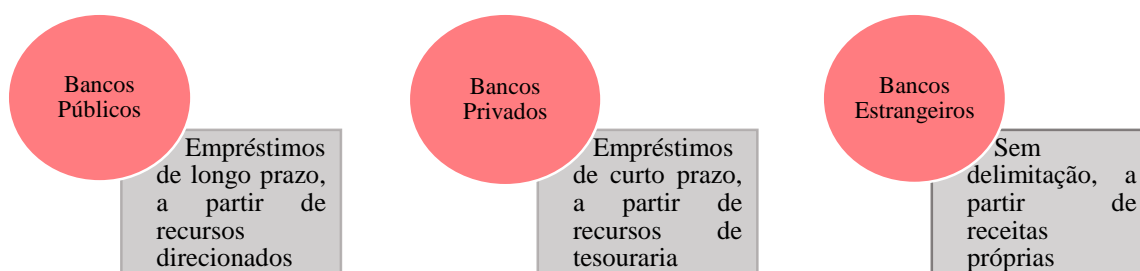
transformações estruturais, os bancos públicos brasileiros, como o BB, a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES),

têm atuado em pelo menos quatro grandes dimensões: *i)* fomento ao desenvolvimento econômico, ofertando créditos para setores e modalidades em que os bancos privados não têm interesses, dados os maiores riscos e as menores rentabilidades – habitação popular, rural, infraestrutura urbana, exportações etc. – e/ou maiores prazos de maturação e maiores volumes – inovação tecnológica, matriz energética, de transporte e de telecomunicações etc.; *ii)* estímulo ao desenvolvimento regional, por razões semelhantes; *iii)* expansão da liquidez em momento de reversão do estado de confiança, caracterizando ação anticíclica; e *iv)* promoção da inclusão bancária (ARAÚJO; CINTRA, 2011, p. 13).

Logo, a partir das informações fornecidas por Araújo e Cintra (2011) e por Prates e Freitas (2013), é possível sintetizar a atividade bancária no Brasil em: bancos públicos, responsáveis por operações de financiamento de longo prazo geralmente atreladas às decisões de investimento; bancos privados nacionais³¹, encarregados das operações de capital de giro de curto prazo geralmente associadas às decisões de produção; e bancos estrangeiros, que determinam suas estratégias de crédito visando tão somente fins lucrativos (ver diagrama 3). Como afirmado por Burlamaqui (2015, p. 319), não há nada no Brasil que se assemelhe à disponibilidade de financiamento chinesa, pois “se compararmos os ativos do BNDES, de US\$ 320 bilhões, com os ativos do CDB, de quase US\$ 1 trilhão, começa-se a delinear mais claramente a dimensão do problema”.

Diagrama 3

Segmento bancário brasileiro



Fonte: Elaboração própria a partir de informações em Araújo e Cintra (2011) e em Prates e Freitas (2013).

Conforme exposto por Farhi (2010), os mercados de derivativos financeiros tinham sido assimilados em 1980 pelo Brasil, mas, em função da presença estrangeira a partir de 1995, esses mercados foram largamente ampliados. Com a postura mais agressiva das instituições

³¹ É importante salientar que os bancos privados nacionais são bancos comerciais, assim eles também se preocupam com o lucro. No entanto, o governo pode se utilizar desses bancos para realizar repasses destinados à indústria, serviços, infraestrutura, etc, através de recursos direcionados pelo BNDES (FREITAS; PRATES, 2013).

estrangeiras atuantes no Brasil, as operações de arbitragem³² realizadas com ativos e derivativos brasileiros se expandiram em diversas praças financeiras, de modo a conseguir lucros pelas diferenças de preços existentes entre elas. Sob esse aspecto, a alta capacidade de penetração desses bancos estrangeiros no mercado internacional estreitou o vínculo entre os mercados financeiros nacional e internacional, o que gerou períodos de pessimismo e otimismo em relação ao câmbio brasileiro, além de três ataques especulativos (1995, 1997 e 1998-1999). Para a autora (2010, p. 223),

o pessimismo leva o real a se desvalorizar e os preços dos ativos brasileiros a cair. O otimismo se traduz pela valorização da moeda brasileira e pela alta dos preços e de seus ativos. Nos períodos de otimismo, os capitais especulativos internacionais entram no país para comprar ativos baratos e realizar apostas na elevação dos preços desses ativos nos mercados de derivativos. Nos períodos de pessimismo, capitais nacionais e estrangeiros deixavam o país, desvalorizando o real e os demais ativos brasileiros, por vezes de forma muito acentuada e assumindo posições em derivativos visando obter lucro com essa desvalorização.

Portanto, as instituições estrangeiras começaram a se utilizar dos ciclos de liquidez para fazer apostas especulativas com as receitas que eram/são captadas no próprio mercado brasileiro. Pelo seu perfil menos relutante aos riscos e suas posições mais privilegiadas nos mercados de *offshore* para realizar as operações de arbitragem, essas instituições estrangeiras conseguiram ultrapassar os principais bancos brasileiros e passaram a ter um posicionamento mais proeminente nas operações de tesouraria nos mercados de ações e de câmbio. Ao contrário do pressuposto pelas autoridades brasileiras, a presença das instituições estrangeiras não teve o impacto esperado “em termos da redução dos custos do crédito e dos serviços bancários ofertados à população, e do alongamento dos prazos das operações de crédito como consequência de suposta maior expertise na administração dos riscos” (FREITAS, 2011, p. 65).

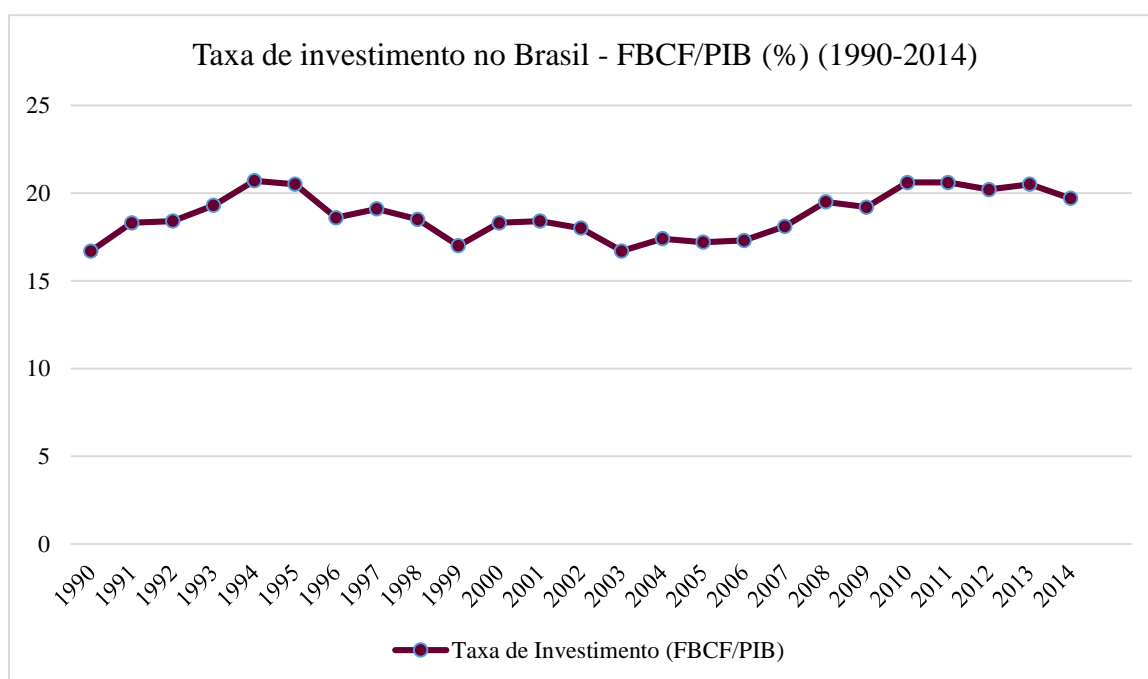
De fato, com a abertura financeira, o país se tornou ainda mais vulnerável aos ciclos de liquidez de forma geral, tanto pelo impacto deles no balanço de pagamentos via conta de capital quanto pelas ofertas de crédito no país. A fim de exemplificar essas questões, pode-se utilizar o período de 2003-2009. O crescimento brasileiro recente esteve vinculado a fatores externos, tais como o *boom* nas cotações das *commodities* de 2003 até a crise de 2008 e a menor aversão ao risco dos detentores de capitais. Como o ambiente macroeconômico apresentava melhoras progressivas e existia a certeza de que a política econômica do antigo governo seria mantida, os fluxos de capitais foram direcionados para o país (PRATES; FREITAS, 2013). Como frisado

³² Com base nas informações em Farhi (1999), operações de arbitragem são aquelas que buscam obter lucros através das oscilações nos preços dos ativos, seja porque eles são cotados em praças financeiras diferentes (isto é, com diferenças nos preços), seja porque envolvem temporalidade diferentes (compra e venda no mercado à vista ao mesmo tempo em que outra compra e venda é realizada no mercado futuro).

por Freitas (2011) e por Prates e Freitas (2013), os bancos privados nacionais e os estrangeiros têm comportamentos pró-cíclicos e, como as expectativas estavam otimistas quanto à rentabilidade, esses bancos redefiniram suas estratégias e iniciaram o ciclo ascendente de crédito em maio de 2003.

Contudo, os ânimos dos investidores começaram a ser revistos com a crise do *subprime*. Apesar da percepção em relação ao Brasil ter progredido nos anos 2000, os proprietários de capitais seguem visualizando o país como um destino marginal para as suas aplicações, com a moeda brasileira funcionando somente como moeda provisória, suscetível a liquidações durante períodos em que as operações de riscos são desfavoráveis (BIANCARELI, 2010). Segundo Freitas (2011), já que os bancos privados e estrangeiros apresentam esse caráter pró-cíclico e transmitem os efeitos de contágio das crises financeiras, os países precisam de bancos públicos fortes para conter a grave contração do crédito e manter os níveis de atividade econômica. Dentro dessa estratégia, o governo brasileiro expandiu a oferta de crédito das suas instituições públicas, com o volume do crédito aumentando cerca de 38% em março de 2009³³.

Gráfico 6



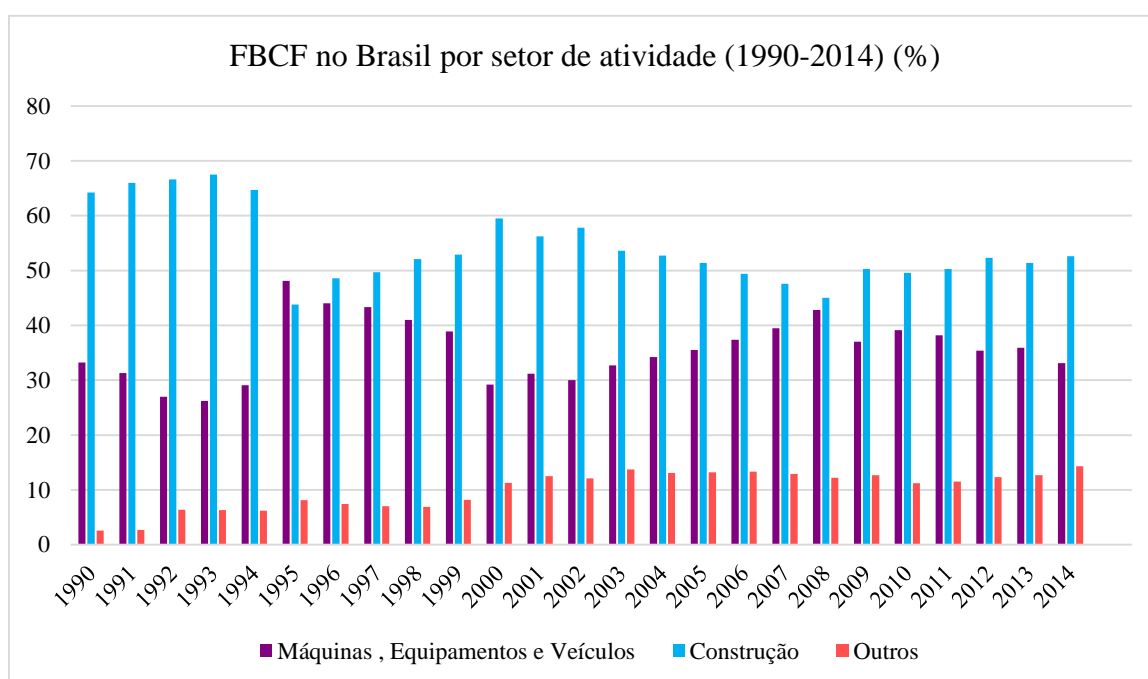
Fonte: Elaboração própria a partir de dados fornecidos pelo IBGE.

Baseando-se no gráfico 6, observa-se que houve um breve aumento na taxa de investimento do país com essa atuação anticíclica do governo. Porém, ao discriminar a trajetória

³³ Bancos públicos dominam crédito durante a crise. O Estadão de São Paulo, 24/04/2009, às 00h. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bancos-publicos-dominam-credito-durante-a-crise,359694> >. Acesso em: 12/04/2017.

da FBCF por setor de atividade, percebe-se que essa melhora esteve relacionada à área de construção civil (histograma 2). Conforme apontado por Freitas e Prates (2013), o aquecimento das obras em infraestrutura esteve vinculado ao Programa de Aceleração do Crescimento – iniciativa do governo para aprimorar a capacidade de infraestrutura logística no país –, à Copa do Mundo (2014) e às Olimpíadas (2016), ao passo que o aquecimento do mercado imobiliário esteve associado ao programa Minha Casa, Minha Vida. Ao analisar as informações do gráfico 6, constata-se, inclusive, que os níveis de produtividade do país não têm se elevado substancialmente desde o início de sua abertura financeira.

Histograma 2



Fonte: Elaboração própria a partir de dados fornecidos pelo IBGE.

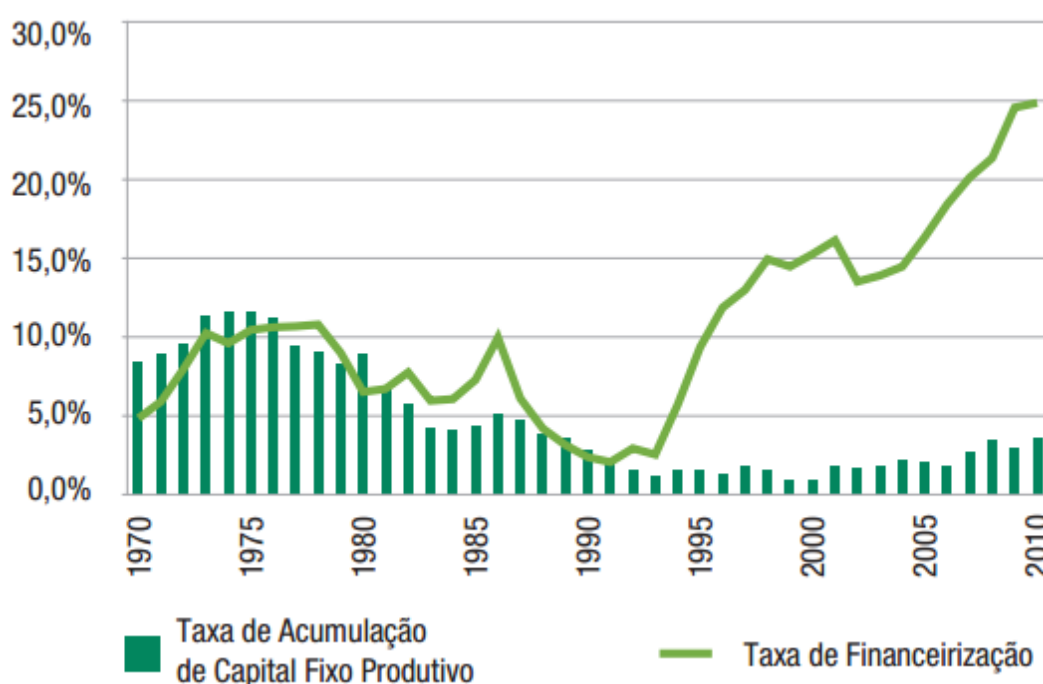
Todavia, o mesmo não pode ser dito sobre a taxa de financeirização da economia brasileira (gráfico 7). Como descrito por Bruno *et alli* (2009, p. 14), o indicador usual da financeirização na macroeconomia é construído mediante a razão obtida entre a totalidade dos “ativos financeiros não monetários – dado pela diferença entre os agregados monetários M4 e M1 (deflacionados pelo IGP-DI)³⁴ – e o estoque total de capital fixo produtivo líquido de depreciação, isto é, máquinas e equipamentos mais construções não residenciais (AF/Kprod)”. A partir da análise do gráfico 7, é possível inferir que, desde o início processo de abertura

³⁴ IGP-DI é o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna calculado mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas, a fim de verificar a evolução dos preços dos bens no país. Para Bruno e Caffé (2015), portanto, os ativos não monetários seriam aqueles que têm alta liquidez e lucratividade concreta, tais como os títulos públicos e privados, aplicações em poupança e os ativos que funcionam como moeda financeira ou quase-moedas nos mercados financeiros.

brasileira nos anos 1990 até 2010, a lucratividade esteve dissociada da produtividade e associada à acumulação rentista/financeira. A taxa de acumulação de capital fixo, por seu turno, tem estado em patamares baixíssimos, inadequados ao desenvolvimento econômico. Em consequência dessa dinâmica, os custos necessários à imobilização do capital que gera crescimento econômico e, por conseguinte, emprego e renda, foram elevados pela financeirização (BRUNO; CAFFÉ, 2015).

Gráfico 7

Financeirização e acumulação de capital fixo produtivo no Brasil (1970-2010) (%)



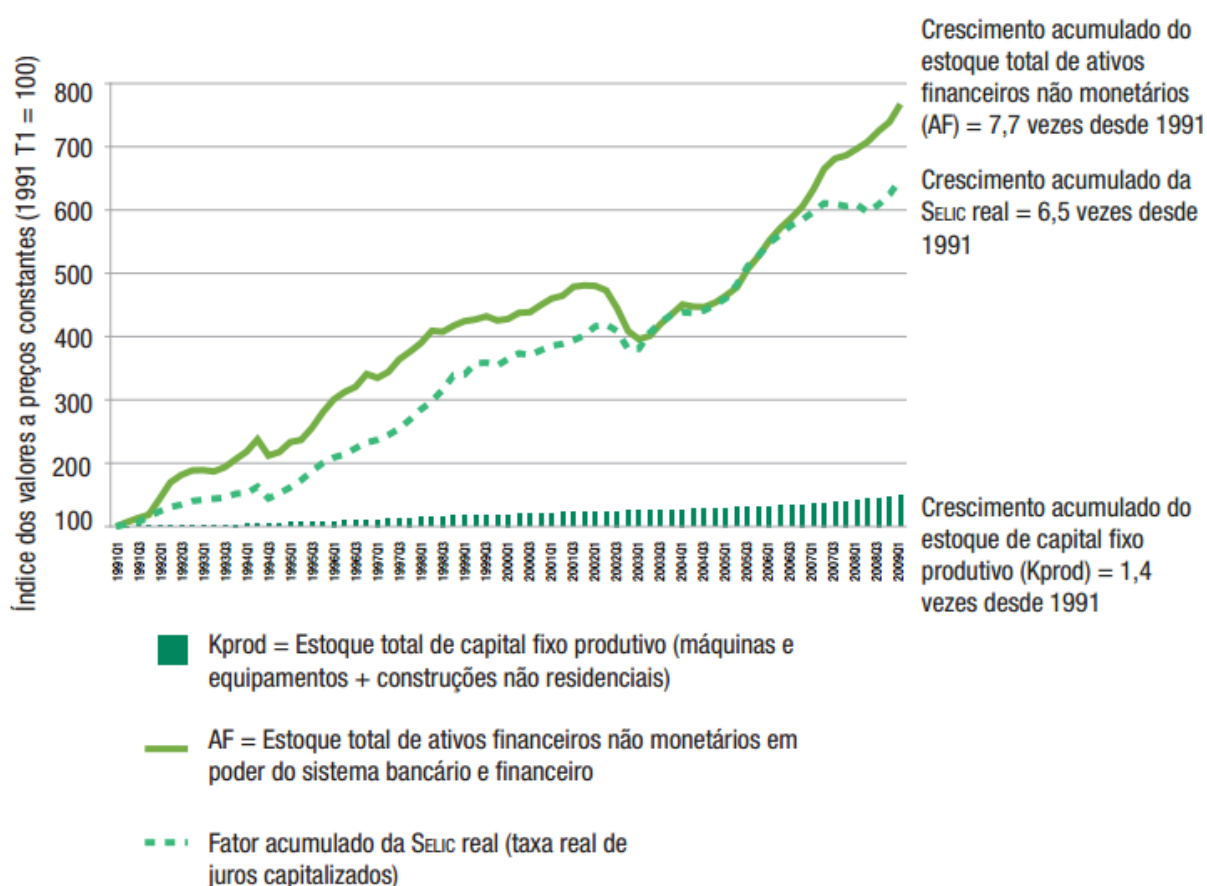
Fonte: Bruno e Caffé (2015, p. 51).

Para Bruno *et alli* (2009), o problema é que a esfera bancária brasileira não foi concebida para ser um sistema financeiro que funcionasse de maneira altamente concentrada e conglomerada – como o sistema bancário chinês –, mas sim para se especializar e se adaptar às flexibilizações sistêmicas. Por essa razão, à medida que a estrutura econômica desenvolvia novos mecanismos para as intermediações financeiras e para captar recursos, os bancos brasileiros se desvirtuaram do seu propósito inicial de fomentar o crescimento econômico e entraram no processo de acumulação financeira. Neste sentido, o ponto central é que o sistema financeiro do Brasil é disfuncional para a promoção do crédito e do financiamento para o crescimento econômico, mas é extremamente eficiente para garantir a renda proveniente dos juros e, assim, beneficiar-se do processo de financeirização da economia brasileira (BRUNO *et alli*, 2011).

Sob essa ótica, Bruno *et alli* (2009, 2011) defendem que a dívida pública brasileira tem sido o eixo de acumulação rentista mais predominante entre 1991 e 2008. Ora, se um investidor tivesse adquirido títulos de dívidas indexados à taxa de juros vigente em janeiro de 1991 e não os vendesse, em janeiro de 2009 ele conseguiria quase setuplicar o seu capital (gráfico 8). Na verdade, isso não acontece apenas com títulos da dívida pública, mas com títulos privados, derivativos, ações na BOVESPA e vários outros papéis, dado que a abertura financeira aumentou as possibilidades de ganhos pela alta volatilidade das taxas de câmbio e de juros no Brasil. Em função dessa dinâmica, o estoque total de ativos financeiros não monetários desde 1991 cresceu cerca de 7,7 vezes, ao passo que o capital fixo cresceu apenas 1,4 vezes no mesmo período.

Gráfico 8

Expansão dos ativos financeiros, dos ativos reais e das taxas de juros básicas da economia brasileira (1991-2009)



Fonte: Bruno e Caffé (2015, p. 52).

O país também se beneficiou com a entrada de capitais estrangeiros, haja vista que não houve crise cambial desde 1999 (CANO, 2012) e o Brasil ainda conseguiu acumular 370

bilhões em reservas até 2015. Entretanto, para Cano (2012), não há muito o que se comemorar, uma vez que essas reservas são provenientes de lucros mais financeiros que comerciais, que a vulnerabilidade externa do país não foi de forma alguma reduzida e que a pauta exportadora brasileira foi reprimarizada, com os produtos manufaturados caindo de 60,7% nos anos 2000 para 36,7% em 2011, enquanto os números dos produtos básicos exportados foram duplicados, passando de 23,4% nos anos 2000 para 48,8% em 2011 (ver tabela 4).

Tabela 4

Exportações brasileiras segundo fator agregado (1964-2011) (%)

Ano	Básicos	Semimanufaturados	Manufaturados
1964	85,4	8,0	6,2
1980	42,2	11,7	44,8
1985	33,3	10,8	54,9
1990	27,8	16,2	54,2
1995	22,9	20,8	56,2
2000	23,4	15,8	60,7
2006	29,9	14,5	55,6
2007	32,8	13,9	53,5
2008	37,9	13,8	48,1
2009	41,4	13,7	45,0
2010	45,5	14,3	40,2
2011	48,8	14,3	36,8

Fonte: Cano (2012, p. 12).

Obs.: Excluem-se as operações especiais do fator agregado.

À guisa de conclusão, assume-se que as escolhas tomadas pelos dois países foram determinantes para as suas contrastantes trajetórias de crescimento econômico. Ao apostar na repressão financeira, a China se tornou menos exposta às idiossincrasias externas e, a partir da supervisão de sucesso do seu governo central, conseguiu desenvolver dois elementos internos imprescindíveis ao desenvolvimento de sua indústria: a coordenação de seu setor bancário e a habilidade de moldar e compatibilizar os interesses dos investidores estrangeiros com seus próprios interesses. Em contrapartida, ao optar pela abertura financeira, o Brasil se tornou subordinado aos humores dos investidores e aos ciclos internacionais de liquidez. Ao decidir incorporar o capital externo no seu setor bancário, a maioria dos seus bancos se tornou centro de lucros, fator que dificulta uma coordenação estratégica que objetive o investimento econômico através do financiamento de longo prazo. De fato, os seus bancos nacionais sozinhos são insuficientes para suprir a demanda de crédito necessária para que o país se torne finalmente

desenvolvido³⁵. Dadas as circunstâncias, parece que o tão aguardado sonho brasileiro de ingressar no clube das grandes potências está ainda mais distante de se concretizar.

³⁵ Por exemplo, o crédito fornecido às empresas pelo BNDES tem taxas de juros mais baixas do que as taxas em que o Tesouro Nacional toma os seus empréstimos, o que suscitou críticas em relação à estratégia adotada pelo governo. Então, para que o crédito seja sustentado, cobra-se um alto custo que envolve tanto o quesito financeiro quanto a reputação da gestão governamental.

4. Conclusão

A financeirização do capitalismo contemporâneo ressignificou a lógica de acumulação dos agentes econômicos, cada vez mais pautada na cultura do “curto-prazismo” e nas oportunidades e contradições oferecidas pela esfera financeira. As consequências dessa ressignificação para as relações centro-semiperiferia-periferia são que os fluxos das grandes corporações, atores que historicamente movimentaram as atividades de transformação industrial na semiperiferia/periferia, também levam em consideração as possibilidades de valorização oferecidas pelas finanças. A nova divisão internacional do trabalho transnacionalizou a cadeia produtiva, mas não o *know-how* e o capital financeiro, ainda mantidos dentro das fronteiras do núcleo orgânico. Em consequência, os investimentos industriais de longo prazo que visam o crescimento econômico na semiperiferia/periferia têm sido desestimulados, elemento que tem ocasionado desindustrialização precoce nos países e reprimarização de suas economias.

Tal retrocesso observado na periferia do sistema resulta da abertura dos Estados à globalização financeira. Devido à inconversibilidade de suas moedas, à atração incipiente dos seus mercados financeiros e à alta volatilidade de suas taxas de juros e de câmbio, os países periféricos são receptores marginais e residuais dos fluxos de capitais, atraindo mais circuitos especulativos do que produtivos/industriais. Como os determinantes desses fluxos de capitais internacionais – a preferência pela liquidez, a política monetária empregada pelo núcleo orgânico e os ânimos dos investidores individuais – independem dos países periféricos, infelizmente não há muito que possa ser feito para que essa dinâmica seja alterada. Dentro da estrutura do padrão dólar flexível e do capitalismo financeirizado, o raio de manobra das autoridades monetárias na periferia continuará sendo constrangido pelos contínuos ataques especulativos, com o crescimento e o emprego sendo afetados diretamente.

Na verdade, para Mollo (2011), é a classe trabalhadora de todo o mundo que sofre com os custos sociais dessa tendência imediatista dos lucros financeiros. Não obstante as perdas no mercado financeiro não tenham relação direta com a economia real, os investimentos e os empregos são precarizados e interrompidos diante de crises financeiras. O sistema internacional já passou por três dessas crises desde o início da desregulamentação neoliberal: a crise asiática (1998-1999), a crise do *pontocom* (2000) e a crise do *subprime* (2008), sendo a última a de maior magnitude. Como a trajetória histórica demonstra, o conservadorismo político sempre ganha força após crises econômicas e a emergência dos discursos de massa dos políticos nacionalistas, a exemplo de Donald Trump nos EUA e Marine Le Pen na França, também está

associada à ausência de crescimento econômico em termos de produtividade e à financeirização.

Ademais, é necessário frisar que, a depender de como o país se comporta em relação ao fenômeno, a financeirização tem impactos econômicos e políticos distintos, como foi constatado nos casos da China e do Brasil citados previamente. A China conseguiu se desenvolver a taxas elevadas e sustentáveis pela sua recusa à abertura financeira, mas essa decisão envolveu um alto custo social para a sua população. O governo central da China restringiu fortemente as saídas de capitais e os chineses eram conhecidos pela sua mão-de-obra barata, com salários considerados baixíssimos se comparados ao padrão internacional. Atualmente, houve um aumento real do salário e os chineses estão começando a usufruir das benesses do seu desenvolvimento econômico, mas isso só ocorreu no longo prazo. No curto prazo, as demandas dos trabalhadores chineses e a qualidade de vida foram ignoradas pelas ambições do Partido Comunista Chinês.

No caso brasileiro, país com grande dotação de recursos naturais, as elites latifundiárias são fortes e se beneficiaram da recente reprimarização da economia brasileira, além da capacidade de coordenação política atual, em qualquer instância, estar um caos. Sob esse aspecto, perseguir um caminho de desenvolvimento industrial mais incisivo parece demandar um elevado custo político que as autoridades governamentais brasileiras não estão dispostas a pagar. De fato, tem sido melhor para os governos se articularem para desfrutar dos ciclos de bonança internacional da melhor forma possível e, assim, angariar algum crescimento econômico concreto para justificar as reeleições. Uma vez que quaisquer mudanças de política econômica seriam alvos de críticas e gerariam pressões políticas contra o governo por parte da elite latifundiária e da população, o país continua com seu processo de abertura financeira e continua a ser subordinado às vicissitudes dos fluxos internacionais de capitais.

Por fim, a tendência à estagnação secular do sistema internacional precisará ser rompida em algum momento. Seja por meio de novas regulamentações, seja por meio de um novo concerto monetário, os agentes econômicos e as autoridades políticas precisarão chegar a um acordo sobre os rumos do capitalismo financeiro corrente e suas consequências perversas para a produtividade de toda a economia global. Contudo, o próprio Guttman (1998) afirma que será necessária uma pressão muito forte para que haja uma ação coordenada que modifique a configuração em vigor do capitalismo. Até que essa pressão ocorra, os investidores continuarão tendo seus lucros exorbitantes, ao passo que os cidadãos, sobretudo os da periferia do sistema internacional, continuarão sendo forçados a arcar com os custos desses lucros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A crise dentro da crise. *Carta Capital*, 31/01/2016, às 00:18. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/revista/885/a-crise-dentro-da-crise>>. Acesso em: 20/02/2017.

AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia financeira, vol.1: mercado financeiro, crescimento e ciclos*. São Paulo, Loyola, 2004.

_____. *Macroeconomia financeira, vol.2: crises financeiras e regulação monetária*. São Paulo, Loyola, 2004.

_____. O FMI e a arquitetura financeira internacional. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando. *Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, 2004.

ALDRIGHI, Dante Mendes; CARDOSO, André Daud. Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 1 (35), p. 61-117, abr., 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/03.pdf>>. Acesso em: 16/04/2017.

ARAÚJO, Victor Leonardo de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. *O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira*. Brasília: IPEA, abril., 2011. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=8058>. Acesso em: 18/04/2017.

ARRIGHI, Giovanni. *O Longo Século XX: dinheiro, poder e as origens do nosso tempo*. Rio de Janeiro/São Paulo, Contraponto/Unesp, 1996.

_____. *A ilusão do desenvolvimento*. Petrópolis, Vozes, 1997. Cap. A ilusão desenvolvimentista: uma reconceituação da semiperiferia.

_____; SILVER, Beverly J. *Caos e governabilidade no moderno sistema mundial*. Rio de Janeiro, Contraponto/UFRJ, 2001.

_____. *Adam Smith em Pequim: origens e fundamentos do século XXI*. São Paulo: Boitempo, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Padrão Especial de Disseminação de dados: taxas de juros. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/sdds/port/txselic_p.htm>. Acesso em: 28/03/2017.

Bancos públicos dominam crédito durante a crise. *O Estadão de São Paulo*, 24/04/2009, às 00h. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bancos-publicos-dominam-credito-durante-a-crise,359694> >. Acesso em: 12/04/2017.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Dinheiro e as transformações da riqueza. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.

BIANCARELI, André Martins. A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: CARNEIRO, Ricardo; MARCOLINO, Luiz Cláudio (orgs.). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.

BIELSCHOWSKY, Ricardo *et alli*. Visão de conjunto. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org). *Padrões de desenvolvimento econômico (1950-2008) vol 1: América Latina, Ásia e Rússia*. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. 2013.

BRAGA, José Carlos. Qual conceito de financeirização compreende o capitalismo contemporâneo? In: BARROSO, Aloísio Sérgio; SOUZA, Renildo. *A grande crise capitalista global 2007-2013: gênese, conexões e tendências*. São Paulo: Anita Garibaldi, 2015.

_____.; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Finanças dolarizadas e capital financeiro: exasperação sob comando americano. In: FIORI, José Luís (org). *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2007.

_____. Financeirização global – o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.

_____. A economia política da dinâmica capitalista. *Estudos Econômicos*. São Paulo, v. 26, n especial, p. 83-133, 1996.

BRUNO, Miguel *et alli*. Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, vol. 31, n. 5 (125), 2011.

_____. *Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. Brasília: IPEA, n. 1455, dez., 2009. Disponível em: < http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4995 >. Acesso em: 18/04/2017.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: IBGE, 2015. Disponível em: <http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94508_cap2.pdf>. Acesso em: 18/04/2017.

BRUSSI. Antônio José Escobar. Recorrência e evolução no capitalismo mundial: os ciclos de acumulação de Giovanni Arrighi. *Revista Brasileira de Ciência Política*, n. 5, Brasília, jan-jul, 2011.

BURLAMAQUI, Leonardo. As finanças globais e o desenvolvimento financeiro chinês: um modelo de governança financeiro global conduzido pelo Estado. In: CINTRA, Antônio Macedo; SILVA FILHO, Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

CANO, Wilson. A desindustrialização no Brasil. *Instituto de Economia UNICAMP*, Campinas, n. 200, jan., 2012. Disponível em: www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3183&tp=a>. Acesso em: 18/04/2017.

_____. (Des)Industrialização e (Sub)Desenvolvimento. *Instituto de Economia UNICAMP*, Campinas, n. 244, set., 2014. Disponível em: <<http://centrocelsofurtado.org.br/congresso2014/arquivos/file/Artigo%20Wilson%20Cano.pdf>>. Acesso em: 18/04/2017.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconversibilidade monetária. *Revista de Economia Política*, v. 28, p. 539-556, 2007. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1750&tp=a>. Acesso em: 18/04/2017.

_____. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 13, dez. 1999.

CHESNAIS, François. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo, Xamã, 1998.

_____. (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo, Boitempo, 2005.

China se projeta como baluarte da ordem mundial em “tempos incertos”. *El País*, 30/01/2017, às 18:40. Disponível em: <http://brasil.elpais.com/brasil/2017/01/27/internacional/1485521277_809514.html>. Acesso em: 03/04/2017.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. O sistema financeiro chinês: a grande muralha. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

EICHENGREEN, Barry. História e reforma do sistema monetário internacional. *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 4, n. 1, 1995. Disponível em: <www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=424&tp=a>. Acesso em: 18/04/2017.

_____. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

_____. The renminbi as an international currency. *Journal of Policy Modeling*, vol.33, n.5, pp.723-730, 2011. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~eichengr/renminbi_international_1-2011.pdf>. Acesso em: 18/04/2017.

_____. *Privilégio Exorbitante: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do Sistema Monetário Internacional*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.

_____. Currency war or international policy coordination. *Journal of Policy Modeling*, vol.35, n.3, pp.425-433, 2013. Disponível em: <http://eml.berkeley.edu/~eichengr/curr_war_JPM_2013.pdf>. Acesso em: 18/04/2017.

E se o iPhone fosse produzido nos EUA, como propôs Donald Trump? *Carta Capital*, 29/12/2016, às 22:01. Disponível: <<https://www.cartacapital.com.br/internacional/e-se-o-iphone-fosse-produzido-nos-eua>>. Acesso em: 05/04/2017.

FARHI, Maryse. Derivativos Financeiros: Hedge, Especulação e Arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas – SP, v. 13, p. 93-114, 1999. Disponível em: <http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/publicacoes_23_3961167024.pdf>. Acesso em: 18/04/2017.

FARHI, Maryse. Os impactos dos derivativos no Brasil. In: CARNEIRO, Ricardo; MARCOLINO, Luiz Cláudio (orgs). *Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira*. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.

FIORI, José Luís. Formação, expansão e limites do poder global. In: FIORI, José Luís (org). *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2007.

_____. O poder global dos Estados Unidos: formação, expansão e limites. In: FIORI, José Luís (org). *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2007.

_____. O sistema interestatal capitalista no início do século XXI. In: FIORI, J.L., MEDEIROS, C.A. e SERRANO, F. *O Mito do Colapso do Poder Americano*. Rio de Janeiro: Record, 2008.

_____. Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. *A internacionalização do sistema bancário brasileiro*. Brasília: IPEA, jan., 2011.

GUTTMANN, Robert; PLIHON, Dominique. O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, Número especial, p. 575-611, dez. 2008.

_____. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François (coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo, Xamã, 1998.

HO-FUNG, Hung. O braço direito dos Estados Unidos? O dilema da República Popular da China na crise global. Tradução de Fernando Rugitsky. *Novos Estudos – CEBRAP*, n. 89, São Paulo, mar., 2011. Disponível em < <http://www.scielo.br/pdf/nec/n89/02.pdf>>. Disponível em: 16/04/2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Séries históricas e estatísticas: sistema de contas nacionais. 2017. Disponível em: < http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/lista_tema.aspx?no=12&op=0>. Acesso em: 18/04/2017.

Joseph Stiglitz: “O capitalismo sem controle é perigoso”. *Revista Época*, 19/12/2010, às 09:50. Disponível em: < <http://revistaepoca.globo.com/Revista/Epoca/0,,EMI196776-15259,00.html>>. Acesso em: 20/02/2017.

KISSINGER, Henry. *Sobre a China*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2011.

KREGEL, Jan A. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, vol. 7. dez. 1996.

KRUGMAN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *Economia internacional: teoria e política*. São Paulo: Pearsons, 2010. Cap. 20: Áreas monetárias e a experiência europeia.

LAPLANE, Mariano Francisco *et alli*. Padrões de crescimento, investimento e processos inovadores: o caso da Coreia do Sul. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org). *Padrões de desenvolvimento econômico (1950-2008) vol 2: América Latina, Ásia e Rússia*. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. 2013.

MEARSHEIMER, John J. *A tragédia das Grandes Potências*. Gradiva, 2011.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de. Estratégias nacionais de desenvolvimento In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org). *Padrões de desenvolvimento econômico (1950-2008) vol 1: América Latina, Ásia e Rússia*. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. 2013.

_____. Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (org). *Padrões de desenvolvimento econômico (1950-2008) vol 2: América Latina, Ásia e Rússia*. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. 2013.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. Sistema financeiro chinês: conformação, transformação e controle. In: CINTRA, Antônio Macedo; SILVA FILHO, Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Crédito, capital fictício, fragilidade financeira e crises: discussões teóricas, origens e formas de enfrentamento da crise atual. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 20, n. 3 (43), p. 449-474, dez. 2011. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v20n3/a01v20n3.pdf>>. Acesso em: 18/04/2017.

MORAIS, Isabela Nogueira de. Políticas de fomento à ascensão da China nas cadeias de valor globais. In: CINTRA, Antônio Macedo; SILVA FILHO, Benedito da; PINTO, Eduardo Costa (orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

Oito homens possuem a mesma riqueza que a metade mais pobre da humanidade. *El país*, 16/01/2017, às 22:30. Disponível em: <http://brasil.elpais.com/brasil/2017/01/13/economia/1484311487_191821.html>. Acesso em: 20/02/2017.

PALMA, Gabriel. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: FIORI, José Luís (org). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.

PRATES, Daniela Magalhães; FREITAS, Maria Cristina Penido. Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. *Revista de Economia Política*, vol. 33, n. 2 (131), abr-jun, 2013. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/rep/v33n2/a08v33n2.pdf>>. Acesso em: 18/04/2017.

_____. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, vol. 9 (2), mai./ago., 2005.

_____. A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes. *Instituto de Economia/UNICAMP*, Campinas, n. 133, set., 2007.

PAULANI, Leda Maria. *Inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história*. Rio de Janeiro: IPEA, 2012. Disponível em: < http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4554/1/BEPI_n10_insercao.pdf>. Acesso em: 18/04/2017.

SERRANO, Franklin. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000. In: FIORI, J.L., MEDEIROS, C.A. e SERRANO, F. *O Mito do Colapso do Poder Americano*. Rio de Janeiro: Record, 2008.

STRANGE, Susan. *States and markets*. Londres: Pinter Publishers, 1988.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, Maria da Conceição e FIORI, José Luís (orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, 1997.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise financeira internacional: do subprime à deflação global de ativos. In: *Crise Financeira*, Rio de Janeiro, 2009.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 2016. United Nations Conference on Trade and Development. New York e Geneva. 2016.

1% da população mundial concentra metade de toda a riqueza do planeta. *El país*, 17/10/2015, às 23:21. Disponível em: < http://brasil.elpais.com/brasil/2015/10/13/economia/1444760736_267255.html>. Acesso em: 20/02/2017.

WOLFFENBÜTTEL, Andréa. O que é? – Formação Bruta de Capital Fixo. Ano 1, 2004. Instituto de Pesquisa e Economia Aplicada (IPEA). Disponível em: < http://ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2045:catid=28&Itemid=23>. Acesso em 09/04/2017.